全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

McGraw Hill Education

（美）Jeremy J.Siegel 著
何亮宇 杨海峰 译

股史风云话投资

Stocks for The Long Run, 3rd

风起云涌时，看我独自清

The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies

McGraw Hill

清华大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股史风云话投资

——风起云涌时，看我独自清

(美) Jeremy J.Siegel 著
何亮宇 杨海峰 译



清华大学出版社
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Jeremy J. Siegel
Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies, Third Edition
EISBN: 0-07-137048-X

Copyright © 2002, 1998, 1994, by Jeremy J. Siegel

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by Tsinghua University Press under the authorization by McGraw-Hill Education(Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.
本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版（亚洲）公司授权清华大学出版社在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区和中国台湾地区）独家出版发行。未经许可之出口视为违反著作权法，将受法律之制裁。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号　图字：01-2003-7106

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

股史风云话投资——风起云涌时，看我独自清/(美)席格尔(Siegel, J.J.)著；何亮宇，杨海峰译
—北京：清华大学出版社，2004
书名原文：Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies, Third Edition
ISBN 7-302-08574-9
Ⅰ. 股…　Ⅱ.①席…②何…③杨…　Ⅲ.股票—证券交易　Ⅳ. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004) 第 039173 号

出 版 者：清华大学出版社　　**地　址**：北京清华大学学研大厦
http://www.tup.com.cn　　**邮　编**：100084
社 总 机：010-62770175　　**客户服务**：010-62776969
组稿编辑：毛尧飞（maorui555@263.net）
文稿编辑：王晓娜
封面设计：徐　帆
版式设计：孔祥丰
印 装 者：北京鑫海金澳胶印有限公司
发 行 者：新华书店总店北京发行所
开　本：185×230　**印张**：25.5　**字数**：367 千字
版　次：2004 年 5 月第 1 版　2004 年 5 月第 1 次印刷
书　号：ISBN 7-302-08574-9/F · 802
印　数：1～5000
定　价：49.00 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题，请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话：(010)62770175-3103 或(010)62795704。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

有些人认为收集数据是一个令人极度厌烦的事情。还有些人认为这是一项具有挑战性的任务。而杰里米·J.席格尔却已经把它变成一种艺术。您不得不钦佩他的眼界、洞察力和乐观态度。利用这些，席格尔教授为他的股票长期投资案例提供了有力的支持。

但本书的内容远不止于标题所涉及的范围。通过回顾令人神往着迷的资本市场和美国经济的变迁，您可以学到很多经济理论知识。席格尔教授充分运用历史进行论证，为经济数据赋予了生命和意义。而且，他大胆地否定了与其结论不一致的历史事件，其中包括20世纪90年代疯狂的岁月。

因此，一定要注意他非凡的技巧——将实际上呆板无趣的理论变成了生动诱人的故事。将席格尔教授的方法在实践中实施并长期坚持，这和纸上谈兵是完全不同的。在第19章，他专门谈到很多投资者甚至是最老练的投资者在实际工作时都会遇到的令人痛苦的磨难和失败。

我经常回想起很久以前的经纪人公司做的广告。广告刻画的是3个愁容满面的人围坐在桌子旁，正在研究一堆图表。第4个人一直在提醒他们说，“现在真难做出投资决策啊。”这是多么正确啊！尽管有丰富的历史经验可以借鉴，投资决策仍然举步维艰。即使我们可以利用的统计工具和概率法则十分精确，但是让投资者陷入疑惑的出人意料的事件总是不断发生。这样的疑惑恰恰证实了市场持久的波动性，如果知道前面将会发生什么，就可以用确定的市场价格为期货定价。我们的某些选择和决定导致了出人意料的结果，处理这些结果的能力就是投资获得成果的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秘诀。

本书中，席格尔教授慷慨地提供了大量的反面教训；他用大量的篇幅描写了短期投资的诱惑如何俘获了长期投资者的理性判断。但是，对于多样化股票投资组合而言，他绝大多数建议都与时间上的诱惑相关，或是强烈否定买入并持有策略。根据我的经验，当情况变得更加艰难时，当您的财富看起来正在消失时，潜藏于诱惑中的危险就更大。

然而，需要牢记的是股价回归均值在所有时期都至关重要。在股市情况不妙时，想想长期股市的美好前景可以给人带来一些安慰。出于同样的原因，在市场不符合长期发展趋势的情况下，股价回归均值就失去了意义。即使在最为健康的经济环境中，希望股价冲天并保持在最高点仍然是危险的战略。

实际上，席格尔教授最有价值的贡献是他有效地证明了 20 年或是更长时间内股票实际回报率的一致性。即使是被二战破坏的德国和日本的股票回报率也迅速反弹，达到了 20 世纪 20 年代以后美国和英国总体回报率的水平。事实上，如果历史数据中的这种一致性不是显而易见的话，并且如果这种一致性不会以其他形式再次出现的话，他是站不住脚的。而且，他认为这样的一致性是利益驱动体系的结果，在该体系中，企业是经济增长的动力，而对政治、社会和经济巨大变化的适应能力可能是最重要的性质。本书的第 3 部分“投资的经济环境”，描述的就是经济活动、经济周期、通货膨胀和政治因素之间的关系。这一部分是本书最重要的部分。

但是在学习这本书时，我们一定要谨记席格尔教授是不会轻易选择本书题目的。可行的区间为 20 年。在小于 20 年期限内的收益波动性是最大的。以本书最有启发性的图 2-3 为例，从图中我们可以看到，在大盘高点后的 10 年内，股票的表现非常糟糕。而市场在高点 20 年或更长时间后的表现却是令人欢欣鼓舞的。席格尔教授的著作着眼于长期投资，因此他坚持自己的观点。

而且，当历史重现时，我们应该永远记住的是历史所告诉我们的市场表现，而不是任何单个投资者的行为。在实际情况中，几乎没有那个投资组合的回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第 I 部分　历史的判决

第 1 章　1802 年以来股票和债券的回报率……3
“每一个人都应该变得有钱”……3
1802 年以来的金融市场回报率……5
债券的历史数据……7
物价水平和金本位制……9
总体实际回报率……11
回报率……12
固定收益资产的实际回报率……14
固定收益回报率的下跌……15
股票溢酬……16
世界各国的投资回报率……18
结论……22
附录一：1802 年至 1871 年的股票……23
附录二：算术平均回报率和几何平均回报率……24

第 2 章　风险、收益和投资组合的资产配置……27
衡量风险和收益……27
风险和持有期……28
投资者的持有期……31
市场高点时的投资者收益……32
风险的标准衡量方法……34

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票和债券收益率的相关性 …… 35
有效边界 …… 38
推荐的投资组合资产配置 …… 39
通货膨胀指数债券 …… 40
结论 …… 42

第 3 章 股票指数 …… 43
市场平均指数 …… 43
道·琼斯平均股票指数 …… 44
道·琼斯股票指数的编制 …… 46
价值加权指数 …… 49
单个企业的全球排名 …… 53
标准普尔 500 指数的改革 …… 53
股票指数的回报偏差 …… 56
附录：道·琼斯工业指数中最初的 12 家公司后来命运如何 …… 57

第 4 章 税收对资产回报率的影响 …… 61
对于收入和资本利得的历史征税情况 …… 62
税后总回报率指数 …… 63
延缓缴纳资本利得税的好处 …… 65
通货膨胀与资本利得税 …… 66
有利于股票税收的因素 …… 67
延缓纳税账户应该持有股票还是债券 …… 69
结论 …… 71
附录：税则的历史变迁 …… 71

第 5 章 股票投资的各种观点 …… 73
关于股票投资的早期观点 …… 75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Smith 学说的影响 …… 76
普通股投资理论 …… 78
观点的根本性转变 …… 78
股市崩盘后的股票回报率 …… 79
对股票的疯狂追逐 …… 81
科技的高速发展 …… 85
牛市的"后遗症" …… 86

第 II 部分 评估未来股票收益和投资

第 6 章 股票市场价值的源泉及其衡量方法 …… 89
带有不祥之兆的回报率 …… 89
股票现金流的价值评估 …… 91
股东的价值来源 …… 92
股票价值决定于股利还是收益 …… 94
长期收益增长和经济增长 …… 95
衡量股市价值的历史标准 …… 97
收益的定义及其有关争议 …… 100
账面价值、市场价值和 TOBIN'S Q …… 102
相对于国内生产总值的市场价值 …… 105
美联储衡量市场价值的方法 …… 106
这些价值衡量手段说明了什么 …… 109

第 7 章 大牛市、新经济、老人潮和股票的未来收益 …… 111
新经济和收益增长 …… 112
企业利润和国民收入 …… 112
新经济产生的利润 …… 114

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值比率增长的因素 ……115
股票溢酬……120
股票的未来收益 ……122
恐怖主义……123
老人潮……125
老人潮危机的解决方法……127
结论 ……129

第 8 章 大盘股、小盘股、价值型股票、成长型股票 ……131
跑赢大市……131
小盘股的风险和收益 ……132
小盘股回报率的趋势 ……133
以价值为基础的评价标准……136
成长型股票和价值型股票的本质 ……141
股息收益率……141
表现糟糕的企业……142
首次公开发行上市 ……143
投资策略……145

第 9 章 成长型股票和科技股的价值评估……147
20 世纪 70 年代的“漂亮 50 股” ……150
数据的估值……155
购买“漂亮 50 股”的合理市盈率 ……155
收益的增长和估值 ……156
不同市盈率下“漂亮 50 股”的回报率 ……157
经过调整的单个股票市盈率……160
结论 ……164

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录：“漂亮 50 股”中各公司的变动情况……165

第 10 章 全球化投资……167

国外市场的周期……168

在全世界范围内的多样化投资……171

规避汇率风险……177

短期投资避险……179

1998 年新兴市场的危机……179

危机的后果……181

结论……182

第Ⅲ部分 经济环境与金融投资

第 11 章 金本位制、联邦储备和通货膨胀……187

货币数量和物价水平……188

金本位制……190

联邦储备的建立……191

金本位制的崩溃……191

战后贬值政策……192

金本位制后的货币政策……194

联邦储备和货币创造……195

美联储怎样影响利率……195

美联储政策行为和利率水平……196

股票用作规避通货膨胀风险的套期保值工具……198

为什么股票在短期内不能规避通货膨胀风险……200

美联储政策、经济周期和政府支出……202

通货膨胀和美国税法……202

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论 ······205

第 12 章 股票和经济周期 ······207
谁在公布经济周期 ······209
经济周期转向前后的股票收益率 ······211
根据经济周期及时调整投资策略 ······214
预测经济周期究竟有多难 ······216
结论 ······219

第 13 章 影响美国金融市场的世界性重大事件 ······221
2001 年 9 月 11 日 ······221
股市、民主党与共和党 ······228
结论 ······237

第 14 章 经济数据对金融市场的影响 ······239
经济数据与市场变化 ······241
市场变化规律 ······241
经济数据传递的信息 ······242
经济增长和股票价格 ······243
就业报告 ······244
经济报告周期 ······245
通货膨胀报告 ······247
通货膨胀对金融市场的影响 ······249
中央银行政策 ······250
结论 ······250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第Ⅰ部分

历史的判决

第 1 章　1802 年以来股票和债券的回报率

第 2 章　风险、收益和投资组合的资产配置

第 3 章　股票指数

第 4 章　税收对资产回报率的影响

第 5 章　股票投资的各种观点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

1802年以来股票和债券的回报率

我知道，只有了解过去才能决策未来

—— 帕特里克·亨利，1775 年[1]

"每一个人都应该变得有钱"

1929 年夏天的时候，一位名叫 Samuel Crowther 的记者采访了通用汽车的高级财务主管 John J. Raskob，采访主题是：个人如何通过投资股票来累积财富。同年 8 月，Crowther 在《妇女家庭 (Ladies' Home Journal)》杂志发表文章刊登 Raskob 的观点，文章的标题大胆而新颖："每一个人都应该变得有钱"。

在采访中，Raskob 认为美国正处于工业大发展的起步阶段。他坚信投资者每月投 15 美元到一只优质普通股，在未来的 20 年内投资者可以预期他们的财富稳定地增长至 80,000 美元。也就是说，年回报率达 24%，这样高的回报率是前所未有的，但是在 20 世纪 20 年代牛市的大环境下轻而易举地聚敛大笔财富并不是不可能的。股票让投资者兴奋，数百万的人们把他们的积蓄投入股市以期在短期

1 弗吉尼亚会议上的发言，1775 年 3 月 23 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内迅速获利。

1929 年 9 月 3 日，也就是在 Raskob 观点发表不久，道·琼斯工业平均指数到达历史高点：381.17 点。几周以后，股市崩盘。在接下来的 34 个月里，发生了美国历史上最具破坏力的股价下跌。

1932 年 7 月 8 日，当这场灾难最终结束时，道·琼斯指数仅剩 41.22 点。世界上最大几家公司的市值缩水程度达到了令人难以置信的 89%。数百万投资者赖以生存的积蓄消失了，成千上万名借钱投资股票的投资者被逼破产。美国陷入了历史上最严重的经济萧条。

随后的几年中，Raskob 的建议受到了冷嘲热讽和强烈抨击。如果谁相信股市只涨不跌或者忽视了股票内在的巨大风险，那么他就被认为是无知和愚蠢的。印第安纳州参议员 Arthur Robinson 公开表示，Raskob 应该为他鼓励普通老百姓在股市最高点购买股票而遭受股市崩盘的损失负责任。[2]1992 年，也就是 63 年后，福布斯杂志在它的封面上加印大字标题“普遍的错觉和群众的疯狂”来告诫投资者不应过高估计股票价值。福布斯在一篇股市周期历史记载的回顾性文章中提到，历史上有些人认为股市是安全的积累财富的机器，而 Raskob 是这些人中“最激进的典范”。[3]

传统认知认为 Raskob 的武断建议就是盲目狂热的缩影，而这种狂热周期性地横扫华尔街。然而，这样的判断公正吗？毫无疑问，答案是否定的。如果一个投资者耐心地按照 Raskob 的建议，每月投 15 美元在一只股票上，通过计算它的投资组合价值，您会发现不消 4 年，他累积的财富将超过用同样多的钱投资于国库券的收益。20 年后，他的股票投资组合累积价值将近 9000 美元；30 年后将超过 60000 美元。尽管不及 Raskob 计划的那么高，但是 60000 美元还是代表了令人不可思议的 13% 的投资资本收益率。这个收益远高于保守投资者即使在市场高点时进行国库券投资的收益。那些从来不买股票、常引用大崩盘来为他们保守投资而

2 Irving Fisher, *The Stock Market Crash and After* (New York: Macmillan,1930), p.xi.
3 "The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices," *Forbes*, April 27,1992, p. 150.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辩白的人，渐渐发现他们自己的收益远远地落后于耐心进行投资股票累积的投资者。[4]

John J. Raskob 声名狼藉的预测恰恰阐明了华尔街历史上一个重要的主旋律。这个主旋律不是在市场高点时盲目乐观，对于一个耐心的投资者来说，更重要的是保证累积投资股票的收益总是优于投资其他任何金融资产。即使像 1929 年这样灾难性的股市大崩盘事件也不能否定股票作为长期投资的胜人一筹的优势。

1802 年以来的金融市场回报率

本章将分析美国及其他国家股票和债券的长期投资的回报情况。这两个世纪以来的时间可以划分为三个阶段。第一个阶段，从 1802-1870 年，美国完成了从农业经济向工业化经济的转变，这可以同当今拉美和亚洲国家这样的“新兴市场的形成”相比较。[5]第二阶段，从 1871-1925 年，美国成为世界上最主要的政治经济力量。[6]第三阶段，从 1926 年至今，包括 1929-1933 年股市大崩溃，经济大萧条以及战后的通货膨胀。这一阶段的数据被当作衡量历史回报率的标准，学术界和职业资金运营家都对其进行了广泛的研究。[7]图 1-1 再现了历史情况，它描述了从 1802 年至 2001 年投资于股票、长短期债券、黄金和日用商品的总收益指数。这里的总收益指的是在整个时间跨度中，把所有的回报——例如利息、股息和资本利得等—— 自动地再投资于该资产所产生的累积收益。

4 Raskob 为那些想在 20 世纪 20 年代迅速致富的投资者设计了一种投资方案：投资者借 300 美元，加上自有资产 200 美元，共投资 500 美元在股票上。虽然 1929 年确实不利于逐渐投钱于股市，但是 20 年后，这样的投资计划还是优于投资国库券。

5 附录 1 给出的早期股票市场的简介。这一阶段的股票数据借鉴了 Schwert (1990) 的著作，当然也加进了我自己统计的股息数据。参见 G. William Schwert, “Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1987,” *Journal of Business* 63 (1990): 399–426。

6 这一阶段的股票数据来自于 Shiller 再版著作中的 Cowles 指数。参见 Robert Shiller, *Market Volatility* (Cambridge, MA: M.I.T. Press, 1989)。Cowles 指数是纽约股票市场资本加权指数和含息指数。

7 第三阶段的数据来自于股价研究中心 (Center for Research in Stock Prices) 的纽约股市资本加权指数和 1962 年后美国及纳斯达克股市股票指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

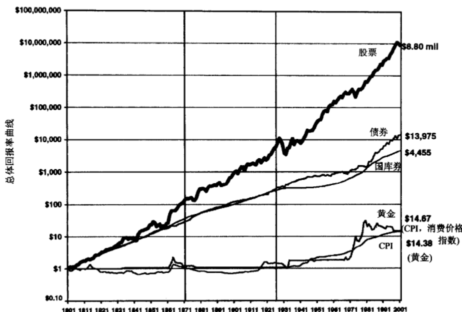


图 1-1　1802-2001 年的名义总回报率指数

从上图很容易看出股票投资的总体回报要优于其他所有资产。即使是让整整一代投资者不敢沾染股票的 1929 年股灾，在股票回报指数上也仅仅表现为毫不起眼的一个点。严重打击投资者的熊市在猛烈上行的股票总回报率面前显得那么苍白无力。如果 1802 年投资 1 美元在股票上，并保证将投资所得再投资于股票，那么到了 2001 年您的财富将累积至近 8,800,000 美元。投资者可以按照股票市值间的比例来构建一个投资组合，只要这个组合含有尽可能多的股票，不用考虑公司的续存与破产，投资者即可实现上述回报率。[8]

进一步看，以上的分析说明到 2001 年底，100 万美元经过 200 年的投资再投资将会增长为令人难以置信的 8.8 万亿美元，这个数字将近是整个美国股票市场

8　续存公司的回报率分析将在第 3 章中讨论。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本总额的 70%。

按目前的购买力，1802 年的 100 万美元大约等于今天的 1500 万美元。这个数字对于 19 世纪早期工厂主和土地所有者来说虽然不是完全的天文数字，但也确实是不小。[9]而且，股市总财富或是整个经济体系里的财富的累积速度不可能像总回报指数这么快。那是因为投资者会消费掉他们大多数的股息和资本利得，充分享受他们过去积蓄的成果。

几乎没有人会不消费他的回报所得而一味长时间地累积财富。有人会为退休后的养老金计划或是想让继承人受益的人寿报单保单而积累财富，这是最典型的不触及本金和所得而持有资产的最长期投资了。即使是那些想把财富原封不动遗留下去的人，也要考虑到那些积累的财富往往被下一代挥霍一空。通过一代代人自律、自制，股市拥有把 1 美元变成数百万美元的魔力，但是几乎没有人有这样的耐心或希望看到这样的事情发生。

债券的历史数据

同股票相比，债券是一种最重要的金融资产。债券承诺在一段时间内支付稳定的货币。和股票明显不同的是，债券产生的现金流以契约形式设置了货币价值上限，并不随着企业盈利能力的改变而改变。当然，违约的情况是个例外。

图 1-1 中显示的债券数据基于可利用的政府长、短期债券。如果不能获得数据，其他高级别的证券也可以使用。为了获得整个阶段的可比性数据，剔除了所有利率中的违约风险溢酬。[10]

图 1-2 显示的是跨越 200 年的长、短期债券（短期债券可称为国库券）的利率

9 Blodget，19世纪早期经济学家。他估计当时美国的财富总额将近2.5万亿美元，因此100万在当时也仅仅是财富总额的0.04%。参见S. Blodget, Jr., *Economica: A Statistical Manual for the United States of America*, 1806 edition, p.68。

10 参见Jeremy Siegel, "The Real Rate of Interest from 1800–1990: A study of the U.S. and U.K.," *Journal of Monetary Economics* 29 (1992) :227–252中计算历史收益数据过程的详细描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平。19 世纪和 20 世纪利率的波动幅度保持在一个较窄的范围之内。但是从 1926 年至今，长、短期债券利率表现出显著的变化。

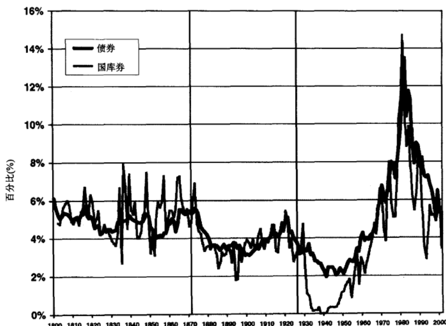


图 1-2 1800-2001 年的美国利率

20 世纪 30 年代大萧条期间，短期利率几乎跌至 0，而政府长期债券利率也跌至历史最低的 2%。为了弥补战时借款的赤字，在二战及战后初期政府保持低利率。由于联邦储备局在 20 世纪 50、60 年代对银行存款利率的严格限制(众所周知的 Q 条款[11])，存款利率也保持在较低水平。

70 年代的走势表现出一种前所未有的变化。通货膨胀率达到两位数水平，利率水平也飙升到美国成立初期欧洲货币贬值后的最高点。如此长时期的高通货膨

11 Q 条款是 1933 年银行法中的一条规定：人为规定存款利率和时间的上限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀亘古未有。

公众强烈要求政府采取行动以平抑不断上升的物价水平。直到 1982 年，1979 年上任的美联储主席 Paul Volcker 采取紧缩的货币政策才把通货膨胀率和利率拉回到更合适的水平。我们可以发现，利率水平和通货膨胀水平是密切相关的。因此，要理解固定收益资产回报情况就必须要了解物价水平是如何决定的。

物价水平和金本位制

图 1-3 描述的是过去 200 年内美国和英国的消费价格水平。两个国家在二战尾声阶段的消费价格水平同 150 年前基本持平。但是从二战伊始，反映通货膨胀的曲线就发生了明显的变化。在过去的 55 年内，价格水平几乎持续上升。上升总的来说是渐进的，但有时增长率也会达到两位数，比如 70 年代。除了战时，70 年代美国经历了历史上最严重、最长时间的通货膨胀。

由此，最近通货膨胀趋势发生的显著变化就应该不至引起人们的惊讶了。在 19 世纪和 20 世纪早期，美国、英国和其他工业化国家实行的是金本位制。在第 11 章中会详细谈到，金本位制严格限制了货币供给量，因此也控制住了通货膨胀率。从 30 年代大萧条开始，经过二战，世界各国都转为纸币本位制。在纸币本位制下，货币发行量没有法定约束，因此通货膨胀受制于政治和经济的压力。物价的稳定取决于央行控制货币供给量的能力和政府对扩张性政策的控制。

美国和其他发达经济国家在二战后经历的长期通货膨胀并不能说明金本位制优于现行的纸币本位制。放弃金本位制的原因是其在经济危机面前缺乏可调性，尤其是 20 世纪 30 年代发生的大量银行破产。如果管理得当，纸币本位制可以避免银行挤兑恐慌和严重的经济萧条，而经济萧条正是困扰金本位制的问题所在。但是，这种稳定性的代价就是出现长期通货膨胀倾向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

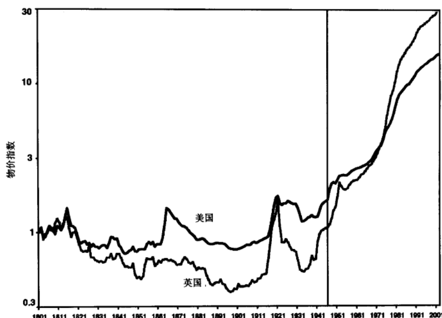


图 1-3 美国和英国物价指数，1800-2001 年(假设 1800 年物价指数为 1 美元)

在过去的两个世纪内黄金价格走势和通货膨胀趋势大体一致并不令人奇怪。1980 年 1 月黄金价格飙升到每盎司 850 美元，这趋势同之前十年来的高通货膨胀一致。当通货膨胀得到控制时，金价下跌。1802 年价值 1 美元的金块到 2001 年底价值 14.38 美元。这个变化实际上小于全部物价水平的变化。长期看来，黄金给投资者提供了防止通货膨胀的保护，但别的作用就微乎其微了。在一个长期投资者的投资组合中，无论使用哪种贵金属进行套期保值，都必将使其回报率严重降低。[12]

12 具有讽刺意义的是，虽然纸币本位制有通货膨胀倾向，但如果从 19 世纪早期就开始收藏纸币，那么至今在收藏品市场上其价值将是面值的很多倍。其作为长期投资的价值远远超过金块。对于一个古董商而言，发现一个装有 19 世纪纸币的旧床垫要比发现等量的金块会更为惊喜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体实际回报率

每个长期投资者关注的焦点应该是资产购买力的增长速度——货币形式的财富会随着通货膨胀的影响而变动。图 1-4 表示的是购买力的增长速度和股票、债券、国库券、黄金的实际回报率，这 4 种资产形式和图 1-1 中的一样。这些数据是采用美元存款利率来计算的，而且根据图 1-3 中显示的物价水平进行了修正。[13]

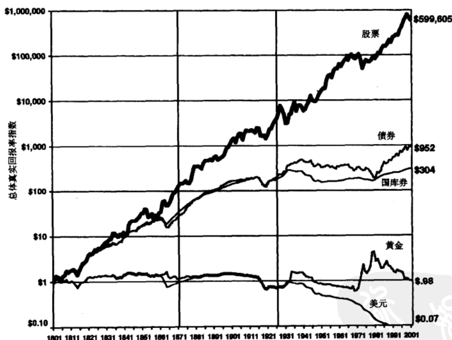


图 1-4　总体实际回报率率指数，1802-2001 年

13　总体回报率图表用比率或对数表示。经济学家用这种方法来刻画长期的实际数据，因为图中任何一处的垂直距离就代表回报率变化的百分比。结果，连续的倾斜曲线代表连续增长的实际回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于股票所获得的购买力增长不仅优于投资其他资产，而且表现出非凡的长期稳定性。虽然在过去的两个世纪内，经济、社会、政治大环境发生了翻天覆地的变化，但是股票在每个主要阶段都获得了 6.6%～7%的实际收益。

股票收益曲线的来回摆动代表了股票在历史上所经受的牛市和熊市。长期的眼光可以完全改变一个人对股票风险的看法。股票市场的短期波动对于投资者来说可能显得很严重，但同股票长时期的上升趋势相比实在是微不足道。

同股票收益非凡的稳定性相比，固定收益资产的实际回报率在长期内明显下跌。在第一和第二阶段，债券和国库券的年回报率虽然不及股票，但还是明显大于零的。尽管自 1926 年以来，尤其是二战后，固定收益资产在去除通货膨胀因素后收益甚微。

回报率

长期回报率

表 1-1 汇总了美国股票在过去两个世纪内的年回报率。[14]带有阴影的一列代表的是去除通货膨胀因素后的以复利计算的股票实际年回报率。在过去的 200 年里，股权投资的实际年回报率平均为 6.9%。这意味着货币的购买力通过股票市场平均每十年就可以翻一番。如果能够保持以往的趋势，即通货膨胀率平均为 3%，股票投资能够提供 7%的实际回报率。那么也就是说在股票上每年可获得 10.2%的名义或货币价值回报率。

14 参见 Walter Werner and Steven Smith, *Wall Street* (New York: Columbia University Press, 1991), William Goetzmann and Phillipe Jorion, "A Longer Look at Dividend Yields," *Journal of Business* 68(4)(1995): 483-508, William Goetzmann, "Patterns in Three Centuries of Stock Market Prices," *Journal of Business* 66(2)(1993): 249-270。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 股票市场的年回报率 1802-2001 年

		名义总回报率			名义资本增值			股息收益率	实际总体回报率			实际资本增值			实际黄金回报率	消费价格指数增长率
		Comp	Arith	Risk	Comp	Arith	Risk		Comp	Arith	Risk	Comp	Arith	Risk		
时间	1802-2001	8.3	9.7	*17.5*	3.0	4.4	*17.5*	5.2	6.9	8.4	*18.1*	1.6	3.2	*17.9*	0.0	1.4
	1871-2001	9.0	10.6	*18.5*	4.2	5.8	*18.3*	4.6	6.8	8.5	*18.8*	2.1	3.8	*18.6*	-0.1	2.0
三个主要阶段	I 1802-1870	7.1	8.1	*15.5*	0.7	1.8	*15.5*	6.4	7.0	8.3	*16.9*	0.6	1.9	*16.6*	0.2	0.1
	II 1871-1925	7.2	8.4	*15.7*	1.9	3.1	*16.1*	5.2	6.6	7.9	*16.8*	1.3	2.7	*17.1*	-0.8	0.6
	III 1926-2001	10.2	12.2	*20.3*	5.8	7.8	*19.6*	4.1	6.9	8.9	*20.3*	2.7	4.6	*19.6*	0.4	3.1
战后各阶段	1946-2001	11.6	12.8	*16.8*	7.5	8.7	*16.2*	3.8	7.1	8.6	*17.4*	3.2	4.6	*16.8*	-0.3	4.1
	1946-1965	13.1	14.3	*19.5*	8.2	9.2	*18.7*	4.6	10.0	11.4	*18.7*	5.2	6.5	*18.1*	-2.7	2.8
	1966-1981	6.6	8.3	*17.2*	2.6	4.3	*16.6*	3.9	-0.4	1.4	*17.1*	-4.1	-2.4	*16.7*	8.8	7.0
	1982-1999	17.3	18.0	*12.5*	13.8	14.5	*12.4*	3.1	13.6	14.3	*12.6*	10.2	10.9	*12.6*	-4.9	3.3
	1982-2001	14.1	15.0	*14.9*	10.9	11.8	*14.4*	2.9	10.5	11.5	*14.7*	7.4	8.3	*14.3*	-4.8	3.2

comp=以复利计算的年回报率，arith=算术平均回报率，risk=算术平均回报率的标准差，所有数据均以百分比表示(%)

请注意，股票的实际回报率在所有主要阶段都表现出了出色的稳定性：1802年-1870年，年收益率 7.0%；1871-1925 年，年收益率 6.6%；1926 年至今，年收益 6.9%。即使是在二战后，发生了过去 200 年内最严重的通货膨胀，股票的年平均实际回报率也是 7.1%。事实上，这同过去没有发生全面通货膨胀的 125 年保持了一致。长期实际回报率的显著稳定性是投资回报回归均值的特性，它抵消了短期波动的影响，因此产生了更加稳定的长期回报率。

在过去的两个世纪里，我们的社会发生了翻天覆地的变化。在这些巨大的变化面前，回报率表现出的长期稳定性让人感到更加奇怪。美国从农业经济发展成工业经济，现在又向后工业化和服务、技术导向型经济发展。世界各国也从金本位制转向纸币本位制。一则消息，过去需要几个星期才能横跨国家传递，而现在可以同时在瞬间将信息传递到世界每一个角落。虽然基本因素发生的巨大变化为股东创造了财富，但股票回报率还是表现出令人惊讶的稳定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期回报率

股票实际回报率的长期稳定性并不能掩盖其短期回报率的明显波动。事实上，很多时候股票的回报率同它的长期趋势是不一致的。表 1-1 的最下面一栏反映的就是二战后这些情况下的回报率。

1982-1999 年的牛市带给投资者 13.6%的年实际回报率，这个数字几乎是历史平均值的两倍。这段时期较高的股票投资回报仅仅弥补了投资者在 1966-1981 年的 15 年内所遭受的灾难般的股票损失，那时的实际回报率是-0.4%。事实上，在当时牛市之前的 15 年内，股票回报率低于历史平均水平，但其差额要比在 1982-1999 年间大牛市时的股票回报高于历史平均水平的差额大得多。

在 20 世纪 80 年代初期，股市价值被严重低估。始于 1982 年的牛市开始从低点拉升股市。在最近十年内股票的优异表现使得收益率完全不可能保持以前的趋势，当然这并不意味着股票回报率在未来的十年内必须低于平均水平以平衡 1982 年开始的牛市。第 7 章我们将以过去 20 年的大牛市为基础分析股票的未来收益率。

固定收益资产的实际回报率

如果说股票投资的长期回报率具有稳定性，固定收益资产就不同了。表 1-2 反映的是与表 1-1 同时期长、短期债券的名义和实际回报率。国库券的实际回报率从 19 世纪早期的 5.1%急剧下跌至 1926 年仅存的 0.7%，其名义回报率略微地高于通货膨胀率。

长期债券的实际收益率表现出相似走势。债券的回报率从第一阶段丰厚的 4.8%跌至第二阶段的 3.7%，第三阶段进一步下跌至仅存的 2.2%。如果未来的收益率还是保持过去 75 年的水平，那么要使资产的购买力翻一番，投资债券需要将近 33 年，投资国库券需要 100 多年，相比之下股票只需要 10 年时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定收益证券平均实际回报率的下跌是惊人的。从 1889 年开始，短期政府债券在任何一个 30 年内平均年实际收益率达到 2%的情况只发生过三次。从 19 世纪晚期开始，任何 30 年时间段的债券、国库券平均收益率很少达到最初 70 年 4.5%-5%的水平。1880 年开始，任何一个 30 年时间段的长期债券实际回报率再也没有达到过 4%，达到 3%的也仅有 17 个这样的时间段。

我们不得不往前追溯 150 年，才能在 1831-1861 年内发现长、短期债券的某一个 30 年时间段的平均收益率能超过股票的水平。对于投资者而言，在长期的水平上，股票对固定收益证券占有压倒性优势。

表 1-2 固定收益资产回报率，1802-2001 年

		长期政府债券							短期政府债券				消费价格指数的通货膨胀率
		票面利率	名义回报率			实际回报率			名义回报率	实际回报率			
			Comp	Arith	Risk	Comp	Arith	Risk		Comp	Arith	Risk	
时间	1802-2001	4.8	4.9	5.1	6.3	3.5	3.9	8.9	4.3	2.9	3.1	6.1	1.4
	1871-2001	4.7	4.9	5.1	7.5	2.8	3.2	9.1	3.8	1.7	1.9	4.6	2.0
三个主要阶段	I 1802-1870	4.9	4.9	4.9	2.8	4.8	5.1	8.3	5.2	5.1	5.4	7.7	0.1
	II 1871-1925	4.0	4.3	4.4	3.0	3.7	3.9	6.4	3.8	3.2	3.3	4.8	0.6
	III 1926-2001	5.2	5.3	5.7	9.5	2.2	2.7	10.7	3.9	0.7	0.8	4.1	3.1
战后各阶段	1946-2001	6.0	5.5	6.0	10.7	1.3	1.9	11.5	4.9	0.6	0.7	3.3	4.1
	1946-1965	3.1	1.6	1.7	7.1	-1.2	-1.0	8.1	2.0	-0.8	-0.7	2.1	2.8
	1966-1981	7.2	2.5	2.8	12.3	-4.2	-3.9	13.2	6.9	-0.2	-0.1	2.4	7.0
	1982-1999	8.4	12.0	12.8	14.4	8.4	9.3	14.2	6.3	2.9	2.9	1.8	3.3
	1982-2001	8.1	12.0	12.8	13.8	8.5	9.3	13.6	6.1	2.8	2.8	1.7	3.2

comp=以复利计算的年回报率，arith=算术平均回报率，risk=算术平均回报率的标准差，所有数据均以百分比表示(%)

固定收益回报率的下跌

股票的回报率可以完全弥补投资者遭受的二战以来日益严重的通货膨胀损失，而固定收益证券却不能。从金本位到纸币本位的货币本位制变化对固定收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产的回报率造成了巨大的影响。20 世纪 40、50 以及 60 年代早期的长期债券购买者并没有意识到在货币体系里会发生一连串引发通货膨胀的变化。除此之外，您还能怎么解释投资者为什么忽视了政府为避免通货紧缩却实际上导致通货膨胀的决策，而自愿地购买只有 3%或 4%票面利率的 30 年期债券呢？

但是，一定还有其他原因导致固定收益资产回报率的下跌。理论上讲，战后没有预期到的通货膨胀对短期债券和国库券的实际回报率影响应该小得多，因为短期利率应该频繁地变化以同步于通货膨胀率的变化。但事实上，就像前文提到的，短期债券实际回报率的下跌实际上要超过长期债券。

另外一个关于债券收益率下跌的解释就是投资者对大萧条中金融动荡的反应。20 世纪 30 年代初的股市崩盘让整整一代投资者远离股票转而投资政府债券和新发行的有保障的银行存单。这些转变导致了他们收益率的下降。还有，很多投资者购买债券是因为广为流传(事实上是错误的)的一个预测：战后将发生新一轮衰退。

但是，并不仅仅因为投资者的风险偏好降低了固定收益率水平。联邦储备局在 20 世纪 40 年代的大部分时期积极支持债券市场，以保证政府利息费用处于低水平。这个支持政策在 1951 年被取消了，因为该政策同美联储保持低通货膨胀的主要目标相冲突。

最后，一定不要忽视 19 世纪短期投资从高度划分的市场到目前世界上最具流动性市场的转变。国库券的信用级别和合法性是其他资产无可比拟的。但是，也正因如此，它对投资者的溢价报酬显得相对不足。

股票溢酬

不管什么原因使得固定收益资产的实际收益率在 20 世纪里呈现下跌趋势，但可以肯定的是，债券未来的平均实际收益率要高于它们在过去 70 年内的表现。由于 20 世纪 70 年代通货膨胀的影响，债券持有者获得的长期债券票息里含有明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的通货膨胀溢酬。在绝大多数工业化国家，如果保持目前的通货膨胀水平，那么名义利率为5~6%的政府债券将实现2~3%的实际收益率。这个实际回报率比200年来3.5%的以复利计算的美国长期政府债券平均实际回报率低不了多少。而且，他们可以同与通货膨胀挂钩的浮动利率债券(1997 年美国财政部新发行的债券)的回报率相提并论。

持有股票比持有短期债券的收益率的超额部分体现在图1-5中，它被称为股票风险溢酬，或简称为股票溢酬。[15]股票溢酬，可以通过计算30年期的以复利计算的股票和国库券实际年回报率的差额得到。在第一阶段是1.9%，第二阶段是3.4%，1926年之后是6.5%。

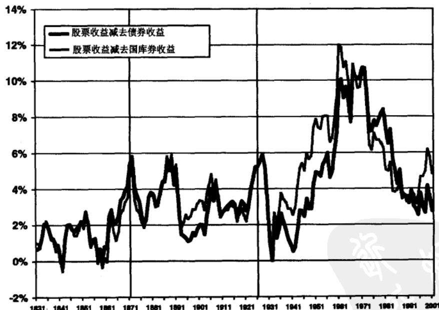


图1-5 股票风险溢酬(30年期的复利移动平均值，1831-2001年)

15 关于股票溢酬的详细分析，参见 Jeremy Siegel and Richard Thaler, "The Equity Premium Puzzle," Journal of Economic Perspectives 11 (1) (Winter 1997):191–200。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1926 年以来不正常的高股票溢酬肯定是不稳定的。以 30 年为期所计算出来的平均股票收益的最高点，恰好落在债券实质收益率非常低的期间。由于企业大部分资本投资的融资方式是债券，那么低成本地获得这些资金就会增加股票投资者的回报。20 世纪 30、40 年代明显严重低估股票价格而高估政府债券价格，因此导致股票不寻常的高回报率和债券的低收益。随着股票和债券的定价越来越正确，股票溢酬必将会缩水。第 7 章将进一步详细讨论股票溢酬及其在未来收益率中的含义。

世界各国的投资回报率

一些经济学家坚持认为股票回报率较高是因为统计分析的是美国的数据。美国在过去的 200 年内从英国的一个小殖民地逐渐转变成世界上经济力量最强大的国家。[16]但是，其他国家的股票收益率也明显高于同期固定收益资产的回报率。

图 1-6 描述了美国、英国、德国和日本从 1926 年至今的股票实际总收益指数。[17]很明显，从 1926 到 2001 年的 76 年内，德国和英国股票的累积实际回报率走势和美国很相近。这三个国家复利年均实际回报率的差距保持在 1%之内。

日本在二战期间以及二战后发生的股灾比发生在其战败国联盟——德国——的股灾更为严重。在日本，工业财团卡特尔的倒闭、给工人的股票分配以及战后严重通货膨胀引起股票实际价值下跌了 98%。[18]

尽管发生了股市的崩溃，日本还是在 20 世纪 80 年代末完全挽回了落后于西方国家股市的劣势。1948-1989 年，日本股市的实际年回报率达到了 10.4%，比

16 参见 S. J. Brown, W. N. Goetzmann, and S. A. Ross, "Survival," Journal of Finance 50 (1995):853–873。

17 德国的回报率数据来自于 Gregor Gielen, *Konnen Aktienkurse Noch Steigen? Langfristige Trendanalyse des deutschen Aktienmarktes* (Berlin: Gabler, 1994)。英国的回报率数据来自于 Shiller(1989)以及各种渠道的更新数据。

18 参见 T. F. M. Adams and Iwao Hoshii, A Financial History of the New Japan (Tokyo: Kodansha International,1972), p. 39。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国市场高出将近 50%。甚至算上最近的熊市，日本从 1926 年至今的股票年实际回报率已达 2.9%。而且日元兑美元一直处于升水，以美元计价的日本股市年均回报率达 3.15%。1926-2001 年，无论用哪种货币衡量，无论在哪个主要国家，股票的实际回报率都超过固定收益资产回报率。

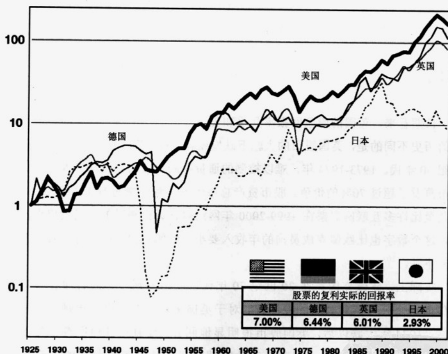


图 1-6 美国、德国、英国和日本的股票实际回报率，1926-2001 年

德国

尽管二战导致德国股价下跌了 90%，但是并不是所有的投资者都抛弃了股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市。战后巨额的回报率给了那些耐心持有股票的人丰厚的回报。[19]到 1958 年为止，战后德国股市总回报已超过战前水平。从 1948 年到 1960 年的 12 年内，德国股市去除了通货膨胀因素后仍以每年 30%的速度上涨。事实上从 1939 年德国入侵波兰开始，到 1960 年，德国股市的实际回报率已经几乎同美国持平，也已经超过了英国的水平。尽管存在战争的破坏，但德国股市有力的反弹证明了在面对看起来极具破坏力的政治、社会、经济等压力时，股票表现出的勃勃生机。

英国

长期看来，英国的股票回报率几乎和美国股市的回报率一样不同寻常。同美国的历史不同的是，英国股市的大幅下跌发生在 1973 年和 1974 年，而不是在 20 世纪 30 年代。1973-1974 年，难以控制的通货膨胀、政治动荡和工人罢工使英国股市蒸发了超过 70%的价值。股市资产总市值下跌到可怜的 500 亿美元。这个数字甚至比许多互联网股票在 1999-2000 年网络概念最火热时的单只股票市值还要小，这个数字也比欧佩克成员国的年收入要小。欧佩克油价的上涨导致了股票价值的下跌。[20]

实际上，欧佩克国家在 20 世纪 70 年代可以用不到一年的石油收入购买英国任何一个公开营业公司的控制权。对于英国来说，幸运的是欧佩克并没有这么做。1974 年大跌以后，英国股市很明显地回升，而且在其他所有主要世界市场上的收益超过了美国。同时，在危机期间坚持持有英国股票的人都获得了回报。

19 当然，并不是所有人都能实现德国战后的收益奇迹。那些居住在苏维埃政治体制下的东德的股票持有者的财产全部被充公。尽管后来两德统一，但这些财产的追索权实施一直没有实现。

20 参见 " The défi Opec " (no author), The Economist, December 7, 1974, p. 85。OPEC 代表的就是石油输出国组织，是一个试图控制石油供给的卡特尔组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本

尽管日本股市最近处于熊市，但日本股票在战后的上升趋势还是十分明显的。1949年5月16日首次发布了日经道式平均股票指数，它的构成类似于美国道·琼斯平均指数，包含了225种股票。这一天是东京股票交易所在1945年由官方关闭后的再次开放。在这一天，东京证券交易所指数是176.21，事实上同当时美国道·琼斯工业股票指数相同。到1989年12月，东京证券交易所指数已经飙到将近40,000点，超过同期美国道·琼斯指数15倍。受2001年9月恐怖事件的影响，日本的熊市将东京证券交易所指数拉低到10,000点以下，仅仅高于美国道·琼斯指数的水平。2002年2月1日，东京证券交易所以9,791点报收，45年来首次低于道·琼斯指数。

但是，若将美国和日本股票的指数相比较则会夸大日本股市下跌的幅度。用美元衡量在日本股市的收益要远远超过用日元来衡量。东京股票交易所开放的3个星期前，360日元兑换1美元，这个汇率持续了20多年。在这之后，美元汇率下跌到大约130日元。因此如果用美元来衡量，东京证券交易所指数在1989年攀升超过100,000点，目前的水平也超过30,000点。尽管过去十年大熊市一直困扰着日本，但这个指数仍然是其美国同业的3倍。

外国债券

国外的情况依然重复着与美国同样的事实：在整个长期阶段，股票收益率比债券占绝对优势。战后，日元从4日元兑换1美元缩水到360日元兑换1美元，严重的通货膨胀使得日本的债券投资者全军覆没。然而，没有任何损失可以同德国债券投资者在1922-1923年严重通货膨胀所遭受的打击相提并论。当时，德国马克贬值超过100亿兑1美元。德国所有的固定收入投资变得一文不值。但是股票由于代表了土地和资本的追索权而安然度过了危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 1-7 总结了股票和世界各国债券的投资回报率。作为长期投资，股票相对于固定收入投资的优越性勿庸置疑。股票不仅在基本回报率上的表现比债券出色，而且在购买力方面体现出更加显著的稳定性。

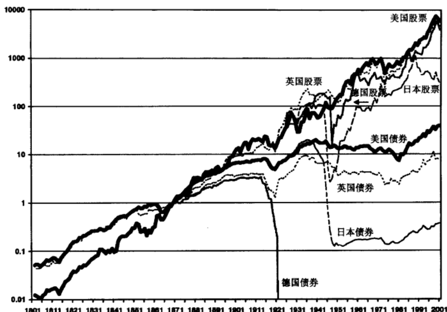


图 1-7　世界各国股票和债券的实际总体回报率，1802-2001

结论

在过去的 200 年内，美国各种普通股的投资组合的复利实际年回报率将近 7%，而且表现出极不寻常的长期稳定性。股票回报率持久性和长期稳定性的确切原因尚未可知。当然，股票回报率取决于资本的数量、质量、生产力水平和风险溢酬。但是，创造利润的能力同时也来自于高明的管理、尊重财产权的稳定政治体制和在竞争性的环境中提供顾客价值的程度。由于政治或经济危机引起的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者偏好的改变会使得股票暂离它的长期趋势，但是促使经济增长的基本力量又会把股票拉回到它的长期超势上。也许，这就是为什么在过去的两个世纪内，尽管受到政治、经济和社会巨变的冲击，但股票的回报率依然如此稳定的原因。

股票在过去两个世纪一直保持较高的回报率，这也许可以用实行自由市场经济国家的优势地位来解释。可谁又能够在 50 年或是 30 年前预料到市场导向型国家的巨大成功呢？近几年来世界股票价格的勃勃生机，或许可以反映资本主义黄金时期的即将到来。资本主义目前占有绝对优势，但是它的命运在将来可能会衰落。因此，将来如果资本主义衰退了，目前还看不出有任何金融资产能保住价值。实际上，如果以史为镜，在当今纸币本位制下，对任何的政治经济剧变，政府债券的表现应该远远落后于股票。就如下一章描述的，以长远的眼光来看，债券的风险实际上要高于股票。

附录一：1802 年至 1871 年的股票

最早交易活跃的美国股票是 1791 年发行的两只银行股：纽约银行和美洲银行。[21]两只股票的发行都取得巨大成功，而且很快获得了溢酬。第二年，由于 Alexander Hamilton 在财政部的助手 William Duer 试图操纵股市，从而引发崩盘，导致这两家银行宣告破产。1792 年 5 月 17 日，纽约股票交易所的前身从这场危机中诞生了。

Joseph David，一位专门研究 18 世纪企业组织的专家，宣称股权资本时代即将来临，这不仅是针对每一个有望盈利的企业而言，用他的话说：“也是对处于巨大风险、离成功机会遥远的企业而言的”。[22]1801 年以前，虽然有 300 多家企

21 最早持续经营的公司是成立于 1767 年康涅狄格州的特殊材料制造商 Dexter 公司。第二个是 1775 年成立的印刷公司 Bowne & Co.。第三个是作为宾夕法尼亚第一州立银行的成立于 1782 年的 CoreStates Financial Corp.。第四是成立于 1782 年的纽约银行，该行与美洲银行于 1791 年成功发行股票。而这两家银行在 1792 年都陷入危机。

22 参见 Werner and Smith (1991), p. 82。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业受到政府的特许授权，但是只有不足 10 家可以进行正规的证券交易。这些 1801 年以前授权企业中有三分之二和运输业相关：码头、运河、公路和桥梁。其实，19 世纪早期的重要股票都是金融机构：银行以及后来的保险公司。银行和保险公司拥有很多制造企业的债权和股权。当时，制造企业还没有发行股票的融资资格。19 世纪金融企业股票价格的波动反映总体经济状况和它们拥有债权、股权的企业的盈利能力。第一个上市的大型非金融企业是德拉瓦-哈德逊运河（Delaware and Hudson Canal），它在 1825 年发行股票，60 年后成为道·琼斯工业股票指数最早样本股之一。

附录二：算术平均回报率和几何平均回报率

算术平均回报率 r_A 就是每年回报率的平均值。如果 r_1 到 r_n 是 n 年来的年回报率，那么 $r_A = (r_1 + r_2 ... + r_n)/n$。几何平均回报率或者说复利回报率 r_G 就是每年所有收入乘积的 n 次方根减去 1。它的数学表达式就是 $r_G = [(1 + r_1)\ (1 + r_2) ... (1 + r_n)]^{1/n} - 1$。一项能够获得几何平均回报率 r_G 的资产在 n 年后累积的财富将是初始投资的 $(1 + r_G)^n$ 倍。几何平均回报率约等于算术平均回报率减去年回报率方差 σ^2 的一半，即 $r_G \approx r_A - ½\sigma^2$。

投资者只有在长期才能预期实现几何平均回报率。几何平均回报率总是小于算术平均回报率，除非每年的回报率都完全相同。这个差额反映了年回报率的波动性。

用一个简单的例子来解释这个差额。如果一个投资组合在第一年下跌了 50%，接着第二年又翻了一番（上升到原来的水平），“买进并持有”的投资者就又回到了他的起点，总回报率为 0。按照前面的定义，以复利或者几何利率计算是 $(1 - 0.5)(1 + 1) - 1$，它准确衡量了两年来为零的总收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而算术平均年利率为(－50%+100%)/2=25%。对于两年期的情况，通过成功掌握市场时机，算术平均回报率可以逐渐靠近复利回报率或者总回报率。特别的，可以通过增加第二年投入的资金，而后就可以期待股票价格的回升。但是假如股市第二年又下跌了，这个策略就是不成功的，导致其总收益要低于“买进并持有”投资者的所得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

风险、收益和投资组合的资产配置

哪种投资能保证真正固定或者确定的收益呢? ……本书的每一位读者都将很清楚地意识到，一个投资于债券的人实际上是在进行总体物价水平或是货币购买力的投机活动。

欧文·费舍(Irving Fisher)，1912[1]

衡量风险和收益

风险和收益是金融和投资组合管理的基石。一旦某项资产的风险和预期收益被确定下来，投资者就可以根据现代金融理论确定最佳的投资组合。但是，股票和债券的风险和收益并不像光速或是重力等物理常量那样在自然界中等待被发现。投资者总是试图从过去的经验中获得回报率方面的启发。因此投资者若要正确调整未来的投资回报，则需对历史数据的参考价值做出正确判断。

1 参见 Irving Fisher et al., *How to Invest When Prices Are Rising* (Scranton, PA: G. Lynn Sumner & Co.,1912), p. 6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在金融学领域，数据的缺乏并不是衡量风险和收益的难点。股票和债券的每日行情可以追溯到 200 多年以前，而某些农产品和工业产品的每月价格变动可以追溯到更远。但是，这些排山倒海似的数据并不能保证参数估计的精确性，因为您无法保证那些决定资产价格的基本因素保持不变。您不可能像在物理学中做限制性试验那样，保持其他因素不变，只改变要研究的那一个变量。就像诺贝尔奖获得者保罗·撒谬尔森喜欢讲的一句话：“我们只有一个历史样本。”

但是，为了掌握未来，您必须从过去开始着手。第 1 章阐述了这样一种现象，长期地看来，固定收益资产的回报率不仅明显低于股票，而且由于通货膨胀的不确定因素，固定收益资产的回报率还要承担很大的风险。本章将谈到这种不确定性使得投资组合的资产配置极大程度上取决于投资者的长远规划。

风险和持有期

对于大多数投资者来说，衡量风险最有效的方法是描绘出最糟糕的情况。图 2-1 反映的是从 1802 年开始分别投资于持有期为 1~30 年的股票、债券和国库券的最好和最差回报率。图中柱形的高度衡量了最好和最差回报率的差额。请注意，随着持有期的增长，股票和固定收益证券的回报率差额发生了明显而迅速的缩减。

毫无疑问，股票的风险在短期内要比债券和国库券大。但是从 1802 年开始，如果持有期为 5 年，则股票最差的回报率是每年-11%，这比债券或是国库券的最差回报率稍逊一筹。如果持有期为 10 年，则股票的最差表现实际已经优于债券或是国库券了。

如果持有期为 20 年，股票回报率就从未低于通货膨胀率。但债券和国库券的年回报率一度比通货膨胀率要低 3%。如果一个每年 3%的损失持续了 20 年，那么投资组合的实际购买力将会砍掉一半。对于 30 年的持有期，股票最差的年回报率比通货膨胀率稳稳地高出 2.6%，这仅次于固定收益资产 30 年的平均收益率。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

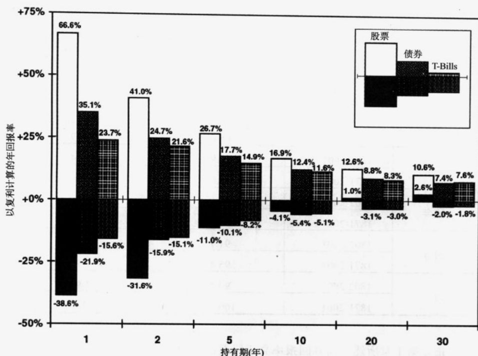


图 2-1 不同持有期内的最高和最低回报率，1802-2001

相对于债券和国库券，股票有很重要的一点是，如若持有期超过 17 年，则不会给投资者提供负的真实回报率。虽然表面看起来在积累长期财富方面，股票比债券的风险更大，但实际上同事实相反：保持购买力的最安全的长期投资显然就是股票的多样化投资组合。

表 2-1 反映了不同持有期股票收益率胜过债券或是国库券的百分比倍数。随着持有期的增长，股票表现优于固定收益资产的可能性越发明显。对于 10 年的持有期，股票的表现优于债券和国库券 0.8 倍；20 年期就是 0.9 倍；对于 30 年期，就是实实在在的整一倍了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 持有期比较：股票表现优于债券或国库券的优势百分比

持有期	时间阶段	股票表现超过债券的百分比	股票表现超过国库券的百分比
1 年	1802-2001	61.0	61.5
	1871-2001	60.3	64.1
2 年	1802-2001	65.3	65.3
	1871-2001	65.6	69.5
5 年	1802-2001	70.9	74.0
	1871-2001	74.0	77.1
10 年	1802-2001	80.1	80.1
	1871-2001	82.4	84.7
20 年	1802-2001	91.7	94.5
	1871-2001	95.4	99.2
30 年	1802-2001	99.4	97.1
	1871-2001	100.0	100.0

正如第 1 章所述，债券回报率高于股票的最后 30 年结束于 1861 年。那一年爆发美国内战。这是一段应该记住的日子，当时股市的评论家频繁地指出利率尤其是长期政府债券利率的上升，对于股票价格来说有负面影响。这意味着投资者投资于债券的收益将优于投资股票。然而，在过去的 150 年中，从未有一个买家购买新发行的 30 年期的政府债券并将其持有到期以获得比在相同时期持有普通股多样化投资组合更多的回报。[2]

虽然股票与债券相比优势一目了然，但是注意，持有期为 1 年多甚至 2 年的股票在 5 年中只有大约 3 年的表现优于债券或是国库券，这一点是很重要的。这意味着，5 年中几乎有 2 年股票持有者的收益率将低于国库券或是银行券持有者

2 2001 年 10 月，财政部宣布暂停发行新的 30 年期的债券，包括标准国债和通货膨胀指数债券。由于供给不足，导致这些债券的价格上升并引起相应的收益率下降。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益。短期表现很大机率上不如债券和银行券是很多投资者不愿长期持有股票的主要原因。[3]

投资者的持有期

有些投资者不清楚持有期为 10 年、20 年还是更长的时间是否同他们的长远规划相关。其实这个相关性要远远超过投资者所意识到的程度。投资者犯的最严重的错误就是低估他们持有期的长度。这是因为投资者总是考虑某一只具体股票、债券或是基金的持有期。事实上，投资组合的持有期是指持有股票或是债券时间的长度，而不用考虑在投资组合中单个的资产发生多大的变化。

图 2-2 以性别和开始购买资产的年龄作为分类基础，表示的是投资者持有金融资产的平均时间长度。它假设投资者在工作时累积储蓄，将来在 65 岁正常退休时获得足够的资产作退休金。65 岁退休后的生活来源就是退休金，它来自于资产的收益和变现。还有一个假设就是，投资者要么计划在他们生命结束时花光所有的资产，要么在寿终正寝时保留一半的资产以防万一或是当作遗产。

无论在哪种假设下，图 2-2 显示了从 30 岁开始积累资产的投资者将持有金融资产 40 年甚至更长时间。即使是在快要退休时开始积累资产，投资者的持有期也在 20 年以上。值得注意的是，如今男性的预计寿命为 82 岁，女性的超过 86 岁，某些夫妇可达 90 岁。很多退休的人可以持有资产达 20 年或者更长的时间。而且，现在 65 岁以后继续工作的情况日益普遍，如果投资者工作超过 65 岁或是想留下更大比例的资产作遗产，那么平均持有期将比图 2-2 中显示的还要长。

3 第 19 章将分析投资者对损失的厌恶，不管这个损失有多小或是影响力多么微不足道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

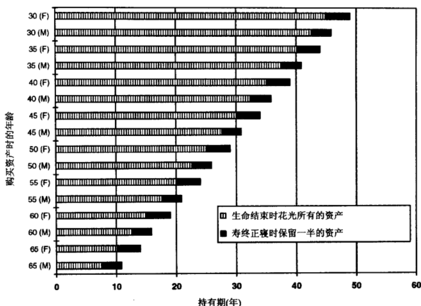


图 2-2 在 65 岁退休、正常寿命情况下的平均持有期（M＝男性，F＝女性）

市场高点时的投资者收益

很多投资者虽然对股票在长期投资方面的优势深信不疑，但他们认为当股票价格处于高点时不应该再投资股票。其实，这对于长期投资者来说是不正确的。图 2-3 显示的是 20 世纪 6 大主要股票市场持有期为 10 年、20 年和 30 年的实际总体回报率。[4]

即使是从市场高点开始，如果持有期是 30 年，那么通过股票积累的财富将是债券的 4 倍多，是国库券的 5 倍多。如果持有期是 20 年，那么股票的收益将是债

4 这几个市场高点分别发生在 1901 年 6 月，1929 年 9 月，1937 年 2 月，1946 年 4 月和 1968 年 12 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券的两倍。如果持有期是 10 年，从市场高点开始，股票仍然比固定收益资产有微微的优势。而且，以上结果是根据股市的最差状况得出的。历史表明，无论市场高点看起来有多高，都没有充分的理由使得投资者明显减少股票的多样化投资组合，除非投资者认为在未来的 5~10 年内需要动用他们的储蓄才能保证其生活水平。

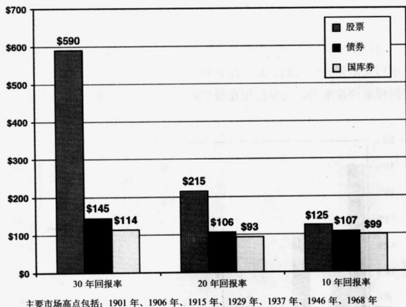


图 2-3　20 世纪主要市场高点后投资的实际平均总体回报率

当然，如果投资者能够确定股市的高点和低谷，那么他们的收益要比本书推荐的“买入并持有”策略更好。但是勿需多言，几乎没有一个投资者可以做到这一点。而且，即使投资者在高点卖出股票，也不能保证获得较高的收益率。当股票价格处于上升阶段而且每个人都看好股市时，是很难做出卖出决定的。而在市场低谷时，悲观主义盛行，几乎没有人有信心进行股票投资，就更难做出买入的决定了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些随势进出市场的投资者总是吹嘘自己如何在 1987 年股灾以前撤出他们所有的资金。很多人直到市场已经过了它以前的高点才返回市场。这些市场老手可能对他们在股市下跌以前就卖出股票相当满意，但是他们并不知道当他们再次进入市场的时候，他们的收益率就已经低于那些从来不试图划分市场周期的投资者。

风险的标准衡量方法

持有股票和债券的风险很大程度上取决于持有期的长短。图 2-4 显示了在将近 200 年历史数据基础上的股票、债券和国库券的风险。这里的风险被定义为实际年均回报率的标准差。这是运用在投资组合理论和资产配置模型中的风险衡量方法。

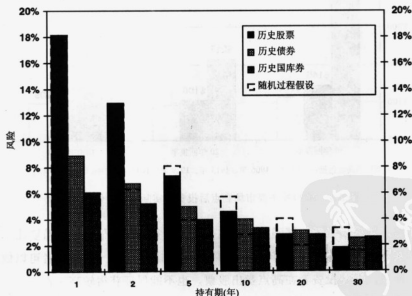


图 2-4 不同持有期下实际回报率的风险，1802-2001 年(历史风险与随机过程假设前提下的风险)

就像前面所提到的，股票在较短持有期内的风险要比固定收益投资品的大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，一旦持有期增长到15~20年，股票的实际年均回报率的标准差就小于债券和国库券平均回报率的标准差。如果持有期超过30年，股票风险就小于债券和国库券风险的3/4。随着持有期的增长，股票回报率的标准差近乎以两倍于固定收益资产的速度下降。

这是当资产回报率遵循随机过程时，用数学的方法来衡量年均回报率的风险随着持有期的增长而下降得有多快。[5]随机过程就是未来的收益同过去的收益不相关或者完全独立的过程。图2-4中的空白条形表示的是在随机过程假设下预测的风险的下降部分。

但是，历史数据显示随机过程的假设并不总是成立，而且随着持有期的增长，股票风险下降要比预料的快得多。这就是由第1章所述股票回报率平均回归的特性引起的直接结果。

相对地，固定收益资产的风险下降得并不像随机过程理论预测的那样快。债券市场平均实际回报率标准差的下降缓慢是债券回报率平均回归的表现。[6]平均回归就是意味着，一旦资产的回报率偏离其长期趋势，那么它偏离的幅度越来越大的机率会越来越高，而不会回复到比较正常的水准。平均回归的特性在描述日本和德国债券回报率的图1-6中得到充分体现。一旦通货膨胀开始加剧，债券投资者都没有机会弥补他们实际购买力的损失。相对而言，由于拥有实际资产的追索权，股票持有者很少遭受通货膨胀引起的永久性损失。

股票和债券收益率的相关性

无论平均收益率怎么低于股票，债券还是可以有助于让投资组合变得多样化并降低其总体风险。特别的，当债券和股票收益率负相关时，以上所得的结论是

5 平均收益率的标准差随着持有期时间长度的平方根的下降而下降。

6 参见 John Y.Campbell、Yeung Lewis Chan 和 Luis M.Viceira 的"A Multivariate Model of Strategic Asset Allocaton"中关于资产组合中债券平均回归的运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的。相关系数的取值范围是从-1~+1，它衡量了某项资产同投资组合中其他资产回报率之间的相关程度。相关系数越小，该资产对投资组合的多元化作用越明显。负相关的资产是特别好的风险分散资产。随着投资组合和某项资产回报率之间相关性的增加，该资产使得投资组合多样化的功能就下降。

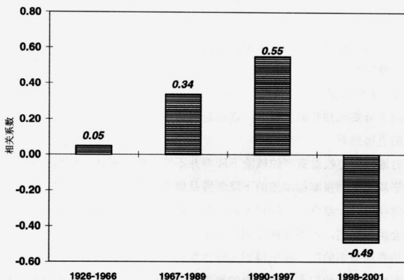


图 2-5 股票和债券回报率间的相关系数

图 2-5 显示的是 1926-2001 年间的 4 个阶段内股票和债券年收益间的相关系数。1926-1966 年，相关系数稍大于零，这说明债券对于股票来说是很好的风险分散资产。1967-1989 年，相关系数跳至+0.34，接着 1990-1997 年相关系数进一步上升到+0.55。这就意味着 1926-1997 年，债券的分散风险功能在明显地下降。

1970-1997 年相关系数越来越大是有很多经济原因的。在 20 世纪 20 年代和 30 年代早期的金本位制度下，糟糕的经济时期总是同商品价格不断的下降相结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。因此，就如20世纪30年代的大萧条一样，当经济真正下滑、股市下跌时，政府债券的实际价值就上升了。

在纸币本位制下，糟糕的经济时期总是同通货膨胀相联系的，而不是通货紧缩。这就是为什么政府经常用扩张性的货币政策来挽回经济的颓势。该政策会导致通货膨胀，而且伴随着经济真实实力的下降，如20世纪70年代。通货膨胀对股票收益的短期负面效益将在第11章中详细叙述。

但是，图2-5还显示了自1998年开始的股票、债券短期相关系数的大逆转。实际上，在那段时间内股票价格很明显地同政府债券价格负相关。这个变化的原因可以从国际事件上理解。从1997年开始，由于源发于亚洲而后迅速波及全球的经济、金融动荡严重打击了世界市场。[7]在20世纪30年代有着类似的可怕情况，货币市场的崩溃伴随着商品价格的迅速回落，而当通货紧缩被控制住时只有政府债券是增值的资产。结果是，当经济动荡打击股票时国际投资者都逃到美国政府证券市场上了。美国政府的长期债券就变成了担心股市彻底崩溃的投资者的避难天堂。[8]

这种当股票经历突然打击时投资者纷纷涌入美国长期国库券市场的趋势并没有因为美国和亚洲经济的复苏而有什么改变。结果，美国国库券就变成很好的短期分散股票风险的资产。这部分资产提高了投资组合的价格，但是降低了收益。还有一个未解决的问题是长期看来，股票和债券的负相关性是否会随着通货紧缩的减弱而逐渐回归。投资者在国库券获得的收益急于寻找短期的安全出路说明了长期投资者对政府债券并没有太多的兴趣，他们更注重在投资组合中追求风险和收益的平衡。

7 这些事件的起因和结果将在第10章中讨论。

8 像国库券这样的短期财政部证券常常被称为安全天堂。在1987年10月19日发生股灾时，债券价格不断上升。但是其中大部分的上升原因是因为预计美联储会降低短期市场利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效边界[9]

现代投资组合理论阐述投资者如何通过改变资产组合来改变投资组合的风险和收益。图 2-6 根据股票和债券回报率过去 200 年的历史绘制而成，反映了在 1~30 年不同持有期下，由于投资组合中股票和债券比例的不同而导致的不同的风险和收益。

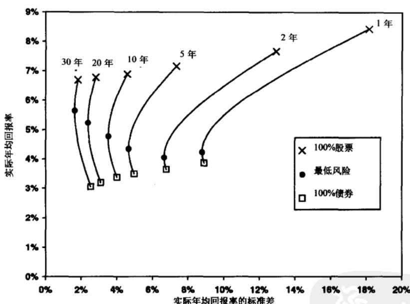


图 2-6 不同持有期下风险收益抵换图，1802-2001 年

每条曲线底端的小方框代表全部由债券组成的投资组合的风险和收益；而每条曲线顶端的小叉表示全部由股票组成的投资组合的风险和收益。在每条曲线中间的小圆圈表示结合股票和债券的投资组合的最小风险。连接以上各点的曲线表

9 这一部分含有一些艰深的理论，可以跳过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示的是从 100%股票到 100%债券之间各种投资组合的风险和收益。这条有效边界曲线是现代投资组合理论的核心，也是资产配置模型的基础。

投资者可以通过改变股票和债券的比例来达到曲线上的风险和收益的任何组合。沿着曲线向上移动就是意味着增加股票的比例同时减少债券的比例。将股票加到都为债券的投资组合中，可以预期收益增加、风险减小。这是一个投资者梦寐以求的组合。但是在达到风险最低点之后，再增加股票虽然会增加投资组合的收益，但也伴随着额外的风险。

有效边界上每一点的斜率表示的是该点组合的风险-收益比。通过寻找长期有效边界上与一年期曲线具有相同斜率的点，我们可以决定出同所有持有期具有相同风险-收益比的投资组合。

推荐的投资组合资产配置

表 2-2 反映的是根据标准投资模型所构建的投资组合中股票所占的比例。这个模型综合考虑了投资者的风险承受能力和持有期的长度。[10]在这里我们分析四类投资者：只要求最高的安全性而不管收益的极端保守投资者；可以接受较小风险而获得额外收益的保守投资者；风险中性投资者和原意承受较高风险而获得超额收益的激进投资者。

表 2-2 投资组合中的资产配置：基于所有历史数据的推荐投资组合中股票的成分

风险承受能力	持有期			
	1 年	5 年	10 年	30 年
极端保守投资者	8.1%	23.3%	39.5%	71.4%
保守投资者	25.0%	40.6%	60.1%	89.7%
风险中性投资者	50.0%	63.1%	87.2%	114.9%
激进投资者	75.0%	79.8%	108.3%	136.5%

10 这一年期的投资组合比例(除了最小方差点)的随机性很强，常常作为其他持有期的参考依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着持有期的增长，上述组合中股票所占的比例明显增加。根据 200 年来的股票、债券收益历史数据可知，极端保守投资者在持有期超过 30 年的投资组合中愿意持有将近 3/4 的股票。这个比例是合理的，因为长期看来，股票的安全性用购买力来衡量比债券的要高。保守投资者应该在他们的投资组合中持有将近 90% 的股票，而风险中性投资者和激进投资者持有股票的比例应该超过 100%。投资者在长期投资组合中 100%持有股票的基础上，通过卖空或者融资买入全部由股票构成的投资组合就能达到以上的比例。

看了这些奇怪的结果，令人感到疑惑的是为什么在投资组合理论中从未考虑持有期的长度。这是因为现代投资组合理论是建立在理论研究还认为证券价格遵循随机过程的基础上。正如前面提到的，在随机过程下各种证券的相关风险并不随着时间而改变。此时投资组合的构成比例不取决于持有期的长度。但当股票收益表现出平均回归时，持有期的长度在投资理论中就变成至关重要的因素了。[11]

通货膨胀指数债券

直到最近美国才出现了回报率能规避物价水平波动风险的资产。考虑到通货膨胀的不确定因素，股票和债券就都具有风险。1997 年 1 月，美国财政部首次发行了有政府保障的通货膨胀指数债券。这种通货膨胀指数债券的利息和本金会随着物价指数的上升而增加。因此该债券持有者在获得利息或本金时不会遭受购买力方面的损失。既然所有的通货膨胀损失都被弥补，因此该种债券的利率就是实

11 参见 Luis M. Viceira and John Y. Campbell, *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors* (New York: Oxford University Press, 2002); Nicholas Barberis, "Investing for the Long Run When Returns Are Predictable," *Journal of Finance* 55 (2000):225–264; Paul Samuelson, "Long-Run Risk Tolerance When Equity Returns Are Mean Regressing: Pseudoparadoxes and Vindications of 'Businessmen's Risk'," in W. C. Brainard, W. D. Nordhaus; H. W. Watts (eds.), *Money, Macroeconomics, and Public Policy* (Cambridge, MA: MIT Press, 1991), pp. 181–200; Zvi Bodie, Robert Merton, and William Samuelson, "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Lifecycle Model," *Journal of Economic Dynamics and Control* 16 (3) (July–October 1992):427–450.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际利率或者说是经通货膨胀调整过的利率。

在 2001 年底，10 年期通货膨胀指数债券的利率大约是 3.5%。虽然这比股票的历史回报率的一半还要低，但是这种债券对于那些不想考虑股票固有风险又害怕通货膨胀导致购买力损失的投资者来说是一个极具吸引力的选择。事实上，从 1926 年开始的所有 10 年期中，股票实际收益率低于 3.5%的年头占 23%。

图 2-7 给出的是持有期为 10 年的有效边界和加入通货膨胀指数债券后获得的风险、收益可能性曲线。[12]在无风险回报率点可以作一条直线与有效边界相切，投资者可以沿着这条直线获得任何比例的风险-收益比。这个切点就是投资组合中风险资产组合的最优点。

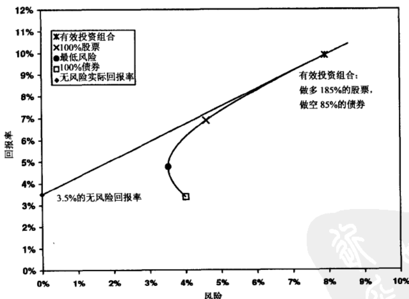


图 2-7 用通货膨胀指数债券构成的最佳投资组合(10 年持有期)

12 这部分可以跳过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀指数债券的出现使得标准名义债券失去一些吸引力。根据历史数据，风险资产的最佳组合是 185%的股票和-85%的债券！[13]这就是说投资者应该卖出(或者说：“做空”)名义债券，用得来的收益去购买股票和通货膨胀指数债券。历史数据表明，标准名义债券完全处于股票和通货膨胀指数债券的下风。由于不能长期防止通货膨胀的不确定性，名义债券被完全排除在以风险-收益历史数据为基础的长期投资组合之外。

结论

不可否认，股票在短期确实比固定收益资产具有更高的风险。但是历史证明，长期以来的事实并不是这样。通货膨胀的不确定性使得固定收入并不等于“固定购买力”，它是美国以及世界各国都采取纸币本位制后与生俱来的问题。尽管在过去的 10 年里，物价稳定取得了显著的进步，但是从二、三十年前至今美元到底价值几何依然十分不确定。历史数据表明，持有期为 30 年的普通股组成多样化投资组合的购买力要比 30 年期美国政府债券所得的购买力更稳定。



13 这并不意味着在考虑了通货膨胀债券后就必须要购买更多的股票。由于风险厌恶，通货膨胀债券在在一个保守投资者的投资组合中占重要地位。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

股票指数

总体看来，数字统治了世界。

——琼恩·沃尔夫冈·歌德

市场平均指数

“今天股市怎么样？”一位股票投资者问另外一位。

“今天表现不错——它向上突破了 70 点。”

在过去 100 年间的大部分时间内，没有人会问：“什么向上突破了 70 点？”每一个人都知道这个答案，那就是全球使用最广泛的道·琼斯工业平均股票指数。这个指数更经常地被简称为道指。这个指数非常出名，因此新闻媒体常常以道指代替股票市场。在第 19 章中将介绍一种称之为“道指倒霉蛋”的流行投资策略，它就是投资于股指中的股票。不管这个指数描述股价运动有多么的不完美，而且事实上也没有哪个资金经理会将自己的投资完全钉住它，但道·琼斯指数实际上还是所有投资者了解股票市场的惟一途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是这种情况将不再持续。因为随着 1999-2000 年科技的飞速发展，创建于 1971 年的纳斯达克电子自动报价股票交易所成为了股票交易最令人兴奋的地方。像微软、英特尔、思科、甲骨文、太阳这样飞速发展的高科技大公司拥有很高的交易量，它们可以轻松地超越在纽约股票交易所交易的股票。即使是在科技泡沫破灭后，纳斯达克股票在最活跃的股票名单中还是处于领先地位。

纳斯达克成分指数成了科技股的代表，它可以捕捉到交易员和投资者的想法。事实上，纳斯达克指数已经变得十分重要，以至于 1999 年道·琼斯指数 100 多年来第一次离开被称为"主板"的纽约股票交易所，而选择了两只纳斯达克股票——微软和英特尔，把它们加入到计算股票价格指数的 30 只样本股中。在后面的章节中，我们会更详细地研究纳斯达克市场。而现在，让我们来看看世界上最古老、最悠久的平均股价指数。

道·琼斯平均股票指数

道·琼斯公司的创始人之一查尔斯·道在 19 世纪末期编制了道·琼斯平均股票指数，这个公司同时也出版《华尔街日报》。1885 年 2 月 16 日，他开始每日公布大资本、交易活跃的 12 种股票(10 种铁路股票和 2 种工业股票)的平均指数。四年后，又公布了基于 20 只股票(18 只铁路股票和 2 种工业股票)的日平均指数。

随着工业和制造业企业的重要性逐渐超过铁路，1896 年 5 月 26 日发布了由 12 只股票组成的道·琼斯工业平均股票指数(见表 3-1)。创建于 1889 年的旧的股票指数重新组建命名为铁路股票平均指数，并在 1896 年 10 月 26 日公布。1916 年，工业平均股票指数增加到 20 只股票；1928 年增加到 30 只股票。铁路股票平均指数 1970 年改名为交通运输业平均指数，它包含的股票数量保持了一个多世纪，一直为 20 只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-1 道·琼斯工业平均股票指数中的企业

1896	1916	1928	2001		
			Dow Companies	Price Wght	Mkt-Value Wght
American Cotton Oil	American Beet Sugar	Allied Chemical	Alcoa Inc	2.45%	0.87%
American Sugar	American Can	American Can	American Express Co	2.46%	1.39%
American Tobacco	American Car & Foundry	American Smelting	AT&T Corp	1.28%	1.91%
Chicago Gas	American Locomotive	American Sugar	Boeing Co	2.62%	0.88%
Distilling & Cattle Feeding	American Smelting	American Tobacco	Caterpillar Inc	3.55%	0.51%
General Electric	American Sugar	Atlantic Refining	Citigroup Inc	3.50%	7.57%
Laclede Gas	American Tel & Tel	Bethlehem Steel	Coca-Cola	3.28%	3.41%
National Lead	Anaconda Copper	Chrysler	Disney	1.47%	1.26%
North American	Baldwin Locomotive	General Electric	DuPont	2.95%	1.27%
Tennessee Coal & Iron	Central Leather	General Motors	Eastman Kodak	2.01%	0.25%
U.S. Leather Pfd.	General Electric	General Railway Signal	Exxon Mobil	2.72%	7.81%
U.S. Rubber	Goodrich	Goodrich	General Electric	2.81%	11.73%
	Republic Iron & Steel	International Harvester	General Motors	3.34%	0.76%
	Studebaker	International Nickel	Hewlett-Packard	1.49%	1.21%
	Texas Co.	Mack Trucks	Home Depot	3.46%	3.41%
	U.S. Rubber	Nash Motors	Honeywell Int'l	2.29%	0.79%
	U.S. Steel	North American	Intel	2.27%	6.39%
	Utah Copper	Paramount Publix	IBM	8.35%	6.04%
	Westinghouse	Postum, Inc.	International Paper	2.76%	0.56%
	Western Union	Radio Corp.	Johnson & Johnson	4.93%	5.19%
		Sears, Roebuck	JP Morgan Chase	2.50%	2.07%
		Standard Oil (N.J.)	McDonald's Corp	1.82%	0.96%
		Texas Corp.	Merck	4.10%	3.92%
		Texas Gulf Sulphur	Microsoft	4.60%	10.42%
		Union Carbide	Minn Mining & Mfg	8.65%	1.33%
		U.S. Steel	Philip Morris	3.20%	2.92%
		Victor Talking Machine	Procter & Gamble	6.50%	2.99%
		Westinghouse Electric	SBC Communications	2.74%	3.87%
		Woolworth	United Technologies	4.42%	0.87%
		Wright Aeronautical	Wal-Mart Stores	3.90%	7.46%

早期的道·琼斯工业平均股票指数主要集中的商品是：棉、糖、烟草、铅、皮革、橡胶等等。12 家公司中有 6 家续存下来并一直经营相同的业务，但是只有一家公司不但保持了在道·琼斯工业平均股票指数中样本股的地位而且其名字没有发生改变，这家公司就是拥有世界上最高市值的通用电子公司(GE)。[1]

最初所有被选入道·琼斯股票指数中的公司几乎都是获得成功的大公司，即使它们现在不在指数体系中了(详情见本章附录)。惟一的例外就是美国皮草公司(U.S. Leather Corp)，该公司于 20 世纪 50 年代被破产清算。清算时股东每股可获

1 作为道指股中最早组成之一的芝加哥天然气公司后来变成大众能源有限公司，并成为道·琼斯公用事业平均股票指数的构成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得 1.5 美元和一股 Keta 石油天然气公司股份的赔偿。Keta 石油天然气公司是早年被美国皮草公司兼并的公司。但是到了 1955 年，Keta 石油天然气公司的总裁 Lowell Birrell 倾吞了公司的资产，后来他逃到巴西以躲避美国的制裁。因此，1909 年还是全美第七大企业的美国皮草公司的股票，这时变得一文不值。

道·琼斯股票指数的编制

最初的道·琼斯平均股票指数就是简单地将样本股股价之和除以指数体系中股票个数。但是当构成股票指数的公司发生变化或者股票分割时，就需要调整除数以防止股价指数发生突变。在 2002 年 1 月，这个除数大约是 0.1445。因此，道·琼斯指数的任何样本股每上升 1 点，会引起整个指数上升大约 7 点。[2]

道·琼斯工业平均股票指数是价格加权指数，就是说将样本股的价格加在一起再除以指数体系中公司的个数。结果就造成部分高价位样本股变动的影响明显大于低价位样本股变动的影响，而无论其公司规模有多大。价格加权指数有一个特性就是，当样本股分割时，该股票对股价指数的影响减小而其他股票的影响力会有微微上升。[3]

价格加权指数并不很常见，因为公司相对规模的大小并不能反映在股价对股票指数的影响上。这是同资产加权平均指数相比明显的不同之处。例如在本章后面讲到的标准普尔指数就是资产加权平均指数。在 2001 年 12 月，道·琼斯指数中 30 只样本股的总市值达到 3.5 万亿美元，大约占整个美国股票市场资产总额的 25%。美国资本额前十位的股票中，除了辉瑞制药(Pfizer)和美国国际集团(AIG)，其余的都列入了道·琼斯工业平均股票指数。有三只样本股甚至不在前 100 强，

2 当一只新股上市或是股票分割时，道·琼斯指数的计算程序如下：将变化前后的股价加起来，并确定出新的除数，使得股价指数和变化前的一样。由于股票分割，除数一般会变小；但是如果是一个高价股替换了一个低价股的话，除数会变大。

3 在 1914 年前，当股票分割时，除数是不改变的。所以在重新计算股指时，就是股票价格乘以分割率。这就导致处于上升阶段的股票在指数中占有更大的比重，这有点类似于今天的价值加权指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们是国际纸业公司(International Paper)、卡特彼勒公司(Caterpillar, Inc.)以及指数体系中最小的伊斯曼-柯达公司(Eastman Kodak)。伊斯曼-柯达公司排名低于 300，它的市值大约只有最大样本股 GE 的 2%。

道·琼斯股票指数的长期趋势

图 3-1 描绘的是自 1885 年道· 琼斯工业平均股票指数诞生以来的每月股指的高点和低谷，这些指标是经过通货膨胀调整的。小插图表示的是未经通货膨胀调整的道·琼斯工业平均股票指数。

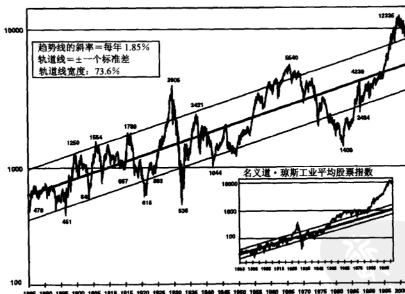


图 3-1 实际道·琼斯工业平均股票指数，1885 年 2 月至 2001 年 12 月。(以 2001 年美元衡量)

对道·琼斯工业平均股票指数进行回归统计就可以得到时间趋势线和轨道线。从上边界到下边界的距离是一个标准差，或者说上下边界就是高于或低于平均趋势 50% 的边界。趋势线的斜率是每年 1.85%，道·琼斯指数样本股的实际收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率从 1885 年开始每年以这个速度上升。道• 琼斯工业平均股票指数和其他常用的股票指数一样，是不含股息的。所以指数的变化极大地低估了道•琼斯指数样本股的总收益。由于这段时间的平均股息收益率为 4.6%，那么样本股复利年利率就为 6.5%，这就非常接近于第 1 章所述地股票长期实际回报率。

经通货膨胀调整后的道•琼斯股票指数在 3/4 的时间里处于上下边界组成的轨道内。股票指数在 1929 年和 20 世纪 60 年代中期两次突破通道上边界，随后股票就遭受了很低的短期收益率。同样的，当股票指数向下突破通道时，股票随即就获得较高的短期回报率。

使用趋势线来预测未来收益

虽然使用趋势线和通道预测未来收益很吸引人，但是这种方法容易产生误导。过去长期存在的趋势现在被突破了。正如图 3-1 中插图显示的那样，未经通货膨胀调整的道•琼斯工业平均股票指数在 20 世纪 50 年代中期突破了趋势线并一直处于其上方。这是因为采用了纸币本位制会导致通货膨胀，而通货膨胀又使得股票的名义价格调高至长期无通货膨胀趋势线的上方。那些采用名义趋势线分析股价或错误分析实际趋势线的人就会作出 1955 年卖出股票而不再进入股市的决定。[4]

长期道•琼斯股票实际指数的上半部分通道可能被永久性击穿的一个原因是股票指数总是高估资本总额，因而低估了包含股息的总收益率。随着近几年公司支付的股利占公司收益比重的下降，低估的程度在加剧。由于采用留存收益方式比股息方式支付的税金要少，公司管理层一般不支付股利而采用留存收益的方式提升股价。这就是说可以表现在股价指数上的资本利得方式在增加而不能表现股价指数上的股息方式在减少。

4 对于由于通货膨胀而导致长期趋势被破坏的情形，请参见第 6 章的“带有不祥之兆的回报率”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值加权指数

标准普尔指数

尽管道·琼斯工业平均股票指数于 1885 年开始发布，但它不可能是一个包含所有股票价格的指数，因为它只覆盖了 30 只股票。1906 年，标准统计公司成立，它于 1918 年开始首次公布反映每只股票表现的指数，该指数以资产额或市值为权重。这项统计技术被认为是描述市场整体情况的最好方法，它在建立市场基准时也被广泛运用。1939 年，Cowles 经济研究基金会(Cowles Foundation for Economic Research)的创始人 Alfred Cowles 采用标准普尔的方法计算了从 1871 年开始的所有在纽约股票交易所上市股票的股价指数。

创立于 1923 年的标准普尔股价指数在 1926 年变成了包含 90 只股票的标准普尔指数。这个指数在 1957 年 3 月 4 日又扩展到 500 只股票，变成了标准普尔 500 指数。这时标准普尔 500 指数的价值包含了纽约股市上市股票总值的约 90%。这 500 只股票包括 425 只工业股票，25 只铁路股票和 50 只公用事业股票。直到 1988 年标准普尔公司改变了它的方针，每个领域里的股票数量才不严格地遵循上面的数字。

因为标准普尔 500 指数创建于 1957 年，所以从 1941-1943 年的数据中选取 10 只股票来计算那时的标准普尔 500 指数。结果发现每只股票的平均价格(位于 45~50 美元之间)非常接近于股票指数的大小。当时的投资者很容易就认同了标准普尔 500 指数的变化，因为该指数每 1 点的变化非常接近于股价的平均变动。

标准普尔 500 指数并不是包含规模最大的公司的 500 只股票，也并不都是美国公司的股票。例如，被认为是控股公司的沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈夏维公司就不在其中。而德国的德国皇家石油公司和联合利华公司就包括其中。另一方面，标准普尔 500 指数还包含着一些很小的公司，代表的是价值缩水但还没有被



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剔除出指数体系的公司。在 2001 年 12 月，标准普尔 500 指数所包含公司的总市值大约是 10.5 万亿美元，但这仅占美国所有股票市值的 80%，明显地小于 40 年前该指数刚发布时 90%的比例。

纳斯达克指数

1971 年 2 月 8 日，股票交易发生了革命性的创新。那一天一个称之为纳斯达克(Nasdaq 全美债券交易商自动报价)的系统为 2,400 只优质的场外交易(OTC)股票提供实时的买卖报价。在以前，这些不在主板上市的股票报价是由主要交易商和持有详细名单的经纪人公司提供的。现在，纳斯达克链接着全国 500 多家造市商的终端，形成了计算机系统的中心。

同纳斯达克股市不同，在纽约股市或者美国股票市场(AMEX)交易的股票会被指派一个单独的专家经纪人，他负责保持这只股票的供求有序。纳斯达克改革了报价方法，它不采取集中式报价，这样就使得股票对投资者和交易商都更有吸引力。

在纳斯达克创立之初，在主板(最好是纽约股票交易所)上市显然比在纳斯达克交易享有更高的名望。纳斯达克的股票大多是最近上市的新兴小公司或是达不到在大的股票交易所上市要求的小公司、新公司。然而，许多年轻的高科技公司认为纳斯达克的计算机系统是一个更加符合自然规律的地方。许多像英特尔和微软这样的公司即使已经达到要求，都没有选择迁入纽约股票交易所这样的“主板”。

纳斯达克指数是所有在纳斯达克交易的股票的资产加权指数，在 1971 年第一个交易日时设为 100 点。大约十年后，指数翻番到了 200 点；又过了 10 年，到了 1991 年指数到达 500 点。1995 年 7 月，指数到达了它第一个具有里程碑意义的点——1,000 点。

随着科技股收益的增长，纳斯达克指数也在上升。仅在 3 年后，指数翻番到了 2,000 点。在 1999 年的秋天，科技的飞速发展将纳斯达克送入了上升的轨道。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1999 年 10 月的 2700 点上升到 2000 年 3 月 10 日的顶峰——5048.62 点。

纳斯达克股票受欢迎程度的不断增加使得该交易所的规模迅速扩大。在 1971 年，纳斯达克的规模只相当于纽约股票市场很小的一部分。到了 1994 年，纳斯达克股票市场的股票数已经超过纽约股票市场。5 年后纳斯达克股票市场的股票额也超过了纽约股市。[5]

纳斯达克不再是小公司用来等待达到在主板上市要求的地方了。1998 年，纳斯达克股票市场资本总额超过东京股票交易所。在 2000 年 3 月的市场高点，在纳斯达克交易的股票的市值总额达近到 6 万亿美元。这个数字超过纽约股市市值的一半，也超过世界上其他所有股市的市值。在市场高点，微软和思科是世界上市值最高的两只股票，在纳斯达克上市的英特尔和甲骨文公司也在前十强之列。即使后来纳斯达克遭受指数下跌和随之而来的熊市，但在最活跃的股票排名中，纳斯达克股票还是占据领先地位。

虽然纳斯达克股市和纽约股市存在着竞争，但是大部分投资者并不关心股票是在哪一个股市上市的。在纽约股市，小盘股都享有比较好的服务，有专家经纪人保证其流动性。但是它买卖报价的差额可能要比在纳斯达克造市商体系下交易活跃的股票小一些。无论股票在哪里上市，机构投资者总有自己的方式进行大笔股票买卖。

Wilshire 5000 指数和罗素指数

Wilshire 全市场指数(以前叫做 Wilshire 5000 指数)是包含美国公司最多的指数，它创建于 1974 年，目前包括了 6,148 只股票。[6]图 3-2 显示的是该指数所包含股票的规模和市值。世界 500 强的企业绝大部分和标准普尔 500 指数体系中的企

---

5 在纳斯达克交易系统中有个公认的问题就是对于交易量的计算存在双倍计算。

6 在美国股票交易市场上将近有 1000 只上市股票，不包括交易并不频繁的 20000 只“便士股票”(面值在 1 美元以下的股票)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业一致，[7]这些企业的市值占 Wilshire 指数体系总市值大约 84%的比例。市值前 1000 强的企业组成了 Frank Russell 公司发布的罗素 1000 指数，该指数占整个股票市场价值的 92%。罗素 2000 指数包括了接下来的 2000 强企业，它占整个股票市场价值的 7%。罗素 3000 指数就是罗素 1000 和罗素 2000 的加总，它几乎包括了整个股票市场价值。剩下的 3148 家包括在 Wilshire 指数体系但不包括在罗素 3000 指数体系中的企业占整个股票市场不到 1%的价值。

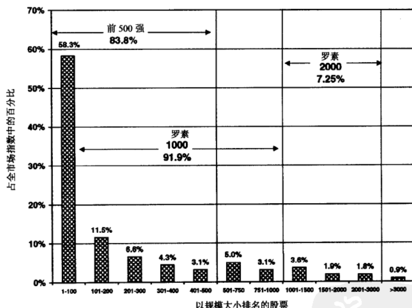


图 3-2 Wilshire 全市场指数

（在 2001 年 10 月 31 日拥有 6,148 只股票，其总市值为 11,727 万亿美元）

7 属于标准普尔 500 指数的德国皇家石油公司和联合利华公司并不在 Wilshire 5000 指数和罗素指数中。伯克希尔·哈夏维公司也不在其中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单个企业的全球排名

在 2002 年 1 月，通用电子(GE)公司以 4060 亿美元的市值成为全球第一大公司。微软、埃克森美孚、辉瑞制药、花旗集团紧随其后。一直垄断最有价值企业称号多年的日本电报电话公司(Nippon Telegraph & Telephone)自从 1987 年日本政府对其进行私有化后跌至全球第 33 名。它的附属公司 NTT 移动通信网(NTT Mobile Communications Network)(就是人们熟知的 DoCoMo)排名第 11。这两家公司联合起来将成为世界前 5 强企业。美国电报电话公司(AT&T)在 NTT 接管以前很多年保持世界第一大公司的地位，现在已经跌落到世界第 46 位。这是因为 1993 年政府指令把小贝尔(Baby Bells)公司和其他附属公司从 AT&T 公司分离出来。如果我们把这些公司都加上，就又形成当年全美最炙手可热的股票“Ma Bell”，它的市值将超过 6000 亿美元，成为世界第一大公司。[8]

标准普尔 500 指数的改革

一些大型公司的历史反映了美国工业化的历史。1909 年，美国钢铁公司(U.S. Steel)拥有将近 20 亿美元的资产，是最大的公司。随后是只有美国钢铁公司 1/5 规模的标准石油公司(Standard Oil Company)、美国烟草公司(American Tobacco)、国际商用船队(International Mercantile Marine)(后改名为 U.S. Lines)和万国收割机公司(International Harvester)(现改名为航星国际公司 Navistar)。

表 3-2 列出了 1964 年和 2001 年在标准普尔 500 指数体系中排名前 20 的公司。引人注意的是公司在基准指数中所占比值的变化。虽然根据我们的理解，公司规模随着兼并和收购应该越来越大，但事实却是大相径庭。最大几家公司占所有股票总市值比例越来越小的趋势很明显。前 5 大公司在 1964 年占市场总价值的 28%，

8 2001 年，就销售量来讲，Exxon Mobil(2320 亿美元)堪称全球最大的私有公司，Wal-Mart 紧随其后。General Motors，Ford 和 DaimlerChrysler 分别排在第 3，4，5 位，不过它们都远远低于其市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而到了 2001 年就下降到不足 15%。

表 3-2 在标准普尔 500 指数体系中排名前 20 位的公司

1964			2001		
Company	% of Mkt Cap S&P *500*	Mkt cap (*Billions $*)	*Company*	% of Mkt Cap S&P *500*	Mkt cap (*Billions $*)
AT&T	9.1	$35.1	**General Electric**	3.9	$408.0
General Motors	7.3	$28.2	**Microsoft**	3.4	$352.2
Standard Oil of NJ	5.0	$19.3	**Pfizer**	2.6	$271.5
IBM	3.7	$14.3	Citigroup	2.5	$254.9
Texaco	3.1	$12.0	Exxon Mobil	2.5	$259.6
DuPont	2.9	$11.2	**Wal-Mart**	2.4	$248.8
Sears Roebuck	2.5	$9.7	ALG	2.0	$211.5
General Electric	2.2	$8.5	**Intel**	1.9	$201.0
Gulf	1.6	$6.2	**IBM**	1.9	$198.5
Eastman Kodak	1.4	$5.4	**Johnson & Johnson**	1.8	$185.3
Std Oil of California	1.4	$5.4	America Online	1.6	$163.7
Socony Mobil	1.2	$4.6	**Cisco Systems**	1.4	$144.6
Royal Dutch	1.1	$4.2	**Merck**	1.4	$145.9
Union C&C	1.0	$3.9	Verizon Communications	1.3	$133.6
Shell	0.9	$3.5	**SBC Communications**	1.3	$131.4
Procter & Gamble	0.9	$3.5	**Coca-Cola**	1.2	$121.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

1964			2001		
General T&T	0.8	$3.1	**Tyco International**	1.1	$111.0
Std Oil of Indiana	0.8	$3.1	**Home Depot**	1.0	$107.9
MMM	0.8	$3.1	**Bristol-Myers**	1.0	$108.3
Ford Motor	0.7	$2.7	**Philip Morris**	1.0	$103.3
Top 2	48.4	$186.9	Top 20	37.1	$3862.8
S&P 500	100.0	$386.2	S & P 500	100.0	$10400.0

*黑体表示成长型股票(高市值-账面价值比)

1964 年前 5 强中如今只有新泽西标准石油公司(Standard Oil of New Jersey)依然榜上有名。1964 年前 20 家企业中有 8 家是石油和能源公司，这个行业占标准普尔 500 指数体系价值的 17.6%。如今只留下埃克森美孚(Exxon Mobil)一家能源企业，这个行业所占的比重也下降到 6.7%。另一方面，4 家制药企业在 2001 年前 20 强名单中占有一席之地，保健业占据了市场 15%的比重。而在 1964 年的前 20 大企业中还没有保健企业，而且整个部门在市场中的比重也只有 2.3%。

当然，分别在 1971 年和 1986 年上市的新兴高科技大公司英特尔和微软也位列美国最具价值的 10 大企业。信息技术产业市值占整个市场价值的 17%，而 1964 年只有该水平的 1/3。但是盈利最多的企业并不是信息技术企业，而是金融企业。金融企业在 1964 年所占市场比重不足 1%，而如今几乎达到 20%。在前 20 强中有两家金融企业，花旗集团(Citigroup)和美国国际集团(AIG)。

从经济循环概念股票到成长型股票，股市发生了巨大的转变。如今标准普尔 500 指数中前 20 强中有 15 只是成长型股票。形成鲜明对比的是 1964 年的前 20 强中只有 5 只成长型股票。第 8 章我们将详细分析成长型股票和价值型股票的特性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票指数的回报偏差

1964 年的标准普尔 500 指数体系中的很多公司如今都不见了。那是因为它们要么被吸收合并了，要么是自身价值缩水而被排除在指数体系之外。有些小盘股，例如在罗素 2000 指数体系中的公司，可能被吸收合并进入大盘股行列，或者可能价值缩水以至跌出小盘股指数体系。

由于以上的指数一直在更新，有些投资者认为常用的以资产规模为权重的指数都会产生偏差。因此长期下来，投资者根据指数得来的收益要高于从整体市场得来的收益。

但实际情况并不是这样。事实是表现最好的股票自然会留在标准普尔 500 指数中，但它却忽视了那些强劲上行的小盘股和规模中等的股票。例如，微软直到 1994 年 6 月 8 日才加入到标准普尔 500 指数体系中，此时距它上市已经 8 年了。小盘股指数被誉为具有极大成长性的股票的孵化器，也包括一些从大盘股指数体系中淘汰出来的“堕落天使”。

如果投资者可以完全按照指数构成来复制投资或者按照指数构成配置资产，那么这个指数就不会产生衡量偏差。为了能够复制指数，那些加进到指数中或者从指数中删除的数据必须提前公布，以便于增加该买的股票而抛出该卖的股票。对于那些进入破产阶段的股票来说，很重要的一点是破产后的股价(也许为 0)必须要反映在指数中。值得注意的是所有主要的股票指数，例如标准普尔指数、道 • 琼斯指数和罗素指数，投资者都可以按比例来复制自己的投资组合。[9]因此，从统计观点来看，没有理由相信以规模为准的指数是有偏差的。

9 基于 1700 股各股价格变化几何平均值的原始价值线向下偏离。这最终使得价值线放弃了几何平均值而去追逐算术平均值，因为后者能被复制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录：道·琼斯工业指数中最初的 12 家公司后来命运如何

在这 12 家公司中，两家(通用电子 GE 和拉克莱德 Laclede)保持他们最初的名字(和产业)；五家公司(美国棉业 American Cotton，美国烟草 American Tobacco，芝加哥天然气 Chicago Gas，国家铅业 National Lead，美国北方集团 North American)成为大型公众(public)公司，经营的还是以前的产业，一家公司(田纳西煤钢公司 Tennessee Coal and Iron)被美国钢铁公司(U.S. Steel)兼并；两家公司(美国糖业公司 American Sugar 和美国橡胶公司 U.S. Rubber)都在 20 世纪 80 年代被私有化。令人奇怪的是，只有一家公司(Distilling and Cattle Feeding)改变了它的生产线(从含酒精饮料业转变为石化产业，尽管还在生产无水乙醇 ethanol)，只有一家公司(美国皮草公司 U.S. Leather)被破产清算。下列是 12 家公司的发展简介(以 2002 年 1 月的市值为准)：

美国棉油(American Cotton Oil) 1923 年改名为 Best Food，1958 年又改成 Corn Products Refining，最后在 1969 年更名成 CPC International——一个在 58 个国家有分支机构的主要食品生产商。1997 年，CPC 又创新推出玉米精炼业务，起名为 Corn Products International。而它自己更名为 Bestfoods。Bestfoods 在 2000 年 10 月被联合利华以 203 亿美元并购了。联合利华总部在荷兰，目前的市值为 324 亿美元。

美国糖业公司(American Sugar)在 1970 年变为美星集团(Amstar)，1984 年被私有化。目前生产销售便携式电动工具。

美国烟草(American Tobacco) 1969 年改名为美国标牌(AMB)，1997 年又改为好运集团(FO)。这是一家全球性的消费品生产控股公司，它的核心产品是酒类、办公用品、高尔夫设备和家用设备。它目前的市值是 58 亿美元。

芝加哥天然气公司(Chicago Gas)在 1897 年改名为大众天然气照明焦炭公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(People's Gas Light and Coke Co.) 1980 年又变成大众能源公司(People's Energy Corp.),一个公用事业控股公司。大众能源公司(PGL)市值为 13 亿美元，到 1997 年 5 月还是道·琼斯公用事业指数样本股。

美国蒸馏及离产公司(Distilling and Cattle Feeding)曾先后改名为美国制酒厂(American Spirits Manufacturing)及平安制酒厂(Distiller's Securities Corp)。禁酒令公布了两个月后，该公司改变了他们的公司章程，改成了 Food Products Corp. 后来又更名 National Distiller's and Chemical。在 1989 年又改成 Quantum Chemical Corp.，这是一家占统治地位的石化和丙烷供应商。在破产之际，被英美合资的 Hanson PLC 以 34 亿美元收购。1996 年十月它又被分离出来，改名为 Millennium Chemicals (MCH)，目前市值为 8.2 亿美元。

成立于 1892 年的通用电子公司(GE)是惟一一家一直保持在道·琼斯工业指数中的公司。通用电子是一家大型生产企业和拥有 NBC、CNBC 的广播联合公司。它的市值是世界上最高的，达到 4130 亿美元。

拉克莱德天然气(Laclede Ga)公司改名为拉克莱德集团，是一家在圣·路易斯地区的天然气零售商。它的市值为 4.6 亿美元。

国家铅业(National Lead)在 1971 年改名成 NL 工业公司，主要生产二氧化钛和一些专用化工产品。其市值为 7.7 亿美元。

美国北方公司(North American)于 1956 年改名为联合电力公司(Union Electric Co.)，主要给密苏里州和伊利诺斯州供电。1998 年 1 月，联合电力公司和 Cipsco (Central Illinois Public Service Co.) 合并成为 Ameren (AEE) 公司，其市值为 58 亿美元。

田纳西煤钢公司(Tennessee Coal and Iron)在 1907 年被美国钢铁公司(U.S. Steel)购并，并在 1991 年 5 月改名为 USX-U.S Steel Group (X) 。2002 年 1 月，公司又改名为美国钢铁集团(U.S. Steel Corp)，其市值达 16 亿美元。

美国皮革公司(U.S. Leather)是 20 世纪早期最大的鞋业生产商，它于 1952 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1月被破产清算。当时支付给股东的赔偿为每股1.5美元加一股一家石油天然气公司的股票，但这家石油天然气公司现在已经破产。

美国橡胶公司(U.S. Rubber)于1961年更名为Uniroyal，并于1985年8月被私有化。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

税收对资产回报率的影响

这个世界上只有死亡和税收是不可避免的。

——本杰明·富兰克林[1]

税收的力量蕴含着破坏的力量。

——约翰·马歇尔[2]

对于一个长期投资者来说，他惟一的目标就是使得税后实际总收益最大化。

——约翰·坦普利顿[3]

约翰·坦普利顿的目标——使得税后实际总收益最大化——是所有投资策略必须要考虑的问题。股票投资就非常符合这个要求。相对于固定收益投资，股票投资收益中很重要的一部分来自于资本利得，这部分收益受到税则的优惠待遇。这部分收益的税金不会马上支付，直到真正兑现了收益才会支付。而且这部分收益适用的税率总是要低一些。因此，除了能获得较高的税前收益外，股票相对于债券而言还有税收上的优势。

1 见 1789 年致 M.Leroy 的信。

2 参见 *McCulloch v. Maryland*，1819。

3 引自 The Templeton Touch, by William Proctor, quoted in Classics, edited by Charles D. Ellis (Homewood, IL: Dow Jones–Irwin, 1989), p. 738。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于收入和资本利得的历史征税情况

图 4-1(A)描述的是投资者在三种收入水平上股息和利息收入的边际税率：最高税级的税率，实际收入为 15,0000 美元的投资者适用的税率以及实际收入为 50000 美元的投资者适用的税率，以上均以如今的美元购买力作衡量标准。图 4-1(B)显示的是资本利得税率。您会发现高收入投资者边际税率的波动性很高，而资本利得的税率保持着明显的稳定性。本章最后的附录将提供历史上适用于股票投资者的税则。

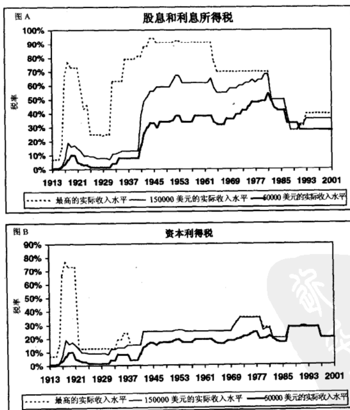


图 4-1 联邦税率，1913-2001 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税后总回报率指数

第 1 章阐述了股票、企业债券、国库券和黄金的总回报率。本章我们将计算在不同的税率下这些资产的税后收益区间。图 4-2 描述的就是税收对实际总收益的影响。股票收益区间上面的线代表的是税前股票实际收益率，这和图 1-4 中的曲线是一样的。这个收益率适用于那些免税的投资者和机构。图 4-2 中股票收益区间下面的线代表的是适用了最高税率的税后投资收益。课税对象包括股息、利息和资本利得，而且资本利得不享受延缓纳税的优惠。图中的阴影部分表示的是从零边际税率到最高边际税率的总收益。本章只考虑联邦税收，不包括州、地方和房地产的税收。

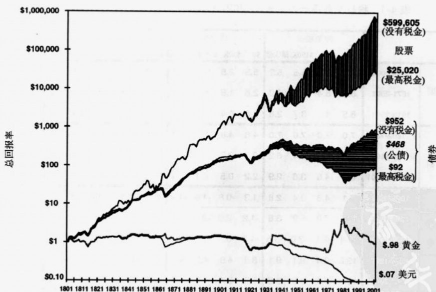


图 4-2 不同联邦税级下税后实际回报率，1802-2001 年

税前和税后收益的区别是显而易见的。税前总收益可累积到 599,605 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而税后的大约只有 25,020 美元，不到税前收益的 1/20。投资于国库券也会产生这样的收益区间，免征联邦税的市政债券也一样。由于市政债券的票面利率一般要低于联邦政府债券(称为国库券)，因此对于免税投资者来说市政债券的收益要低于国库券的收益，但对于大多数需要纳税的投资者来说市政债券的收益要高于国库券收益。

表 4-1 列出了 4 个税级下税后实际收益的历史数据。1913 年开始征收联邦所得税，股票的税后实际收益区间从免税投资者的 6.5%到因不愿意延迟获得资本利得而承担最高税级的投资者的 2.8%。对于应税债券，它们的实际年回报率下降至 1.8%～-0.8%。国库券的实际收益区间为 0.5%～-2.4%。自从所得税开始征收后，市政债券的实际年回报率为 1.1%。

表 4-1 税后实际资产回报率，1802-2001 年：以复利计算的回报率(%)*

		股票税级				债券税级				国库券税级				市政债券税级	黄金	消费价格指数
		$0	$50K	$150K	最大值	$0	$50K	$150K	最大值	$0	$50K	$150K	最大值			
时期	1802-2001	6.9	6.0	5.6	5.2	3.5	2.8	2.6	2.3	2.9	2.4	1.9	1.6	3.1	0.0	1.4
	1871-2001	6.8	5.4	4.9	4.2	2.8	1.8	1.5	3.5	1.8	1.0	0.3	-0.3	2.2	-0.1	2.0
	1913-2001	6.5	4.5	3.7	2.8	1.8	0.4	-0.1	-0.8	0.5	-0.6	-1.6	-2.4	1.1	-0.3	3.3
主要时期	I 1802-1870	7.0	7.0	7.0	7.0	4.8	4.8	4.8	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	0.2	0.1
	II 1871-1925	6.6	6.5	6.4	6.2	3.7	3.7	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0	2.7	3.4	-0.8	0.6
	III 1926-2001	6.9	4.6	3.8	2.9	2.2	0.5	-0.1	-0.7	0.7	-0.6	-1.7	-2.3	1.3	0.4	3.1
	1946-2001	7.1	4.3	3.4	2.8	1.3	-0.8	-1.4	-1.9	0.7	-1.1	-2.6	-3.3	0.7	-0.3	4.1
战后时期	1946-1965	10.0	7.0	5.2	3.8	-1.2	-2.0	-2.7	-3.5	-0.8	-1.5	-2.3	-2.7	-0.6	-2.7	2.8
	1966-1981	-0.4	-2.2	-3.0	-3.3	-4.2	-6.1	-7.0	-7.5	-0.2	-3.0	-5.2	-6.1	-1.0	8.8	7.0
	1982-1999	13.6	9.4	9.1	9.1	8.4	4.9	4.5	4.4	2.9	0.8	-0.8	-1.7	2.7	-4.9	3.3
	1982-2001	10.5	7.1	6.9	6.8	8.5	5.1	4.7	4.6	2.8	0.8	-0.7	-1.6	3.5	-4.8	3.2

*只考虑联邦所得税。并假设收入中的资本利得的持有期仅为 1 年。

虽然税收对股票投资收益的影响在减弱，但对固定收益投资的影响还是最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。从税后的角度看，如果一个处于最高税级的投资者在 1946 年开始的时候投资 1,000 美元于国库券，那么如今他在扣除税收和通货膨胀因素后就只剩下 151 美元了，他实际购买力的损失超过 85%。如果投资者同一时期购买股票的话，当初的 1,000 美元就变成了 4,660 美元，其实际购买力增加了 350%。

实际上，对于一些处于最高税级的人而言，从 1871 年开始的短期国库券税后实际收益就为负值。如果将州和地方的税收也算进去的话，即使是期限较长的国库券收益也是负值。形成鲜明对比的是，如果处于最高税级的投资者投资于股票，那么他在同一时期获得购买力的增加值将是投资于国库券的 233 倍。

延缓缴纳资本利得税的好处

很多投资者认为资本利得的好处就在于它的适用税率比较低。然而，资本利得税低并不是投资于升值资产的惟一好处。资本利得税只有在资产被卖出时才征收，而不是在收益产生时。这种延缓缴纳税收的好处在于资产会以较高的税前而不是税后收益率来累积。

实际上，对于长期投资者来说，延缓纳税的好处就相当于适用了较低的税率。拿两个投资者作例子。一个以应税收入的形式每年获得 10% 的收益，另一个以资本利得的形式每年获得 10% 的收益。假设该投资者所处的税级为 30%，但是资本利得税为 20%。那么他应税资产的税后年收入为 7%。如果这个投资者每年都要兑现资本利得的话，那么他的年收益就是 8%。但是，如果这个投资者在 30 年后实现他的资本利得的话，那么他的税后年收益将是 9.24%，同免税投资者的收益相差不大。

因此从税收的观点出发，很明确投资者应该愿意接受资本利得的形式而不是股息收入形式。但是，很多投资者还是喜欢固定的股息收入而不是卖掉股票以获得资本增值。这样的投资者愿意持有股票本身而消费投资获得的收益。但是在我们目前的税收体系下，这样的偏好将付出更大的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀与资本利得税

在美国，资本利得税有两种不同征收基础：资产成本和销售价格，而且对通货膨胀未作任何的调整。投资者对于在价格上获得的任何收益都要支付税收，无论他是否实现了真实的收益。这就是说，即使一项资产以低于通货膨胀率的水平升值即实际购买力受到损失，在出售这项资产时还是要征税。图 4-3 表示的是在目前税收体系下不同持有期、不同通货膨胀率下的税后实际回报率。[4]

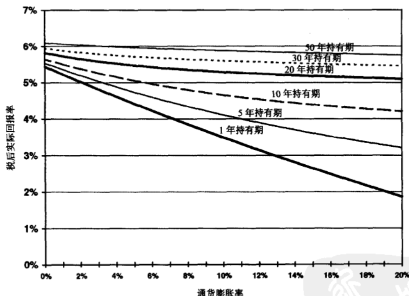


图 4-3 税后实际回报率与通货膨胀

（假设股息收益率为 2%，实际资本溢价为 5%，资本利得增长率为 20%，股息率为 28%）

经过我们的长期研究发现，即使股价的名义升值要超过通货膨胀率的水平，

4 图 4-3 假设总体实际回报率为 7%(5%的实际增值和 2%的股息收入)，所适用的资本利得税率为 20%，股息收入税为 28%。如果通货膨胀率为 3%，那么股票的名义回报率就为 10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税级对投资者实现税后实际回报率还是有很大影响的。即使是 3%的适度通货膨胀率，一个平均持有期为 5 年的投资者的平均税后收益率相比零通货膨胀率下要多遭受 50 个基点的损失(一个基点相当于 1/10000)。如果通货膨胀率上升到 6%，回报率的损失将超过 94 个基点。

在实现税后实际回报率方面，被通货膨胀指数化的税收对持有期较短的影响要远大于持有期较长的影响。这是因为投资者买卖资产越频繁，政府获得资本利得税也就越频繁。但是，即使对于非常长期限的投资者来说，通货膨胀率还是削减了其实际收益。如果股票以延缓纳税账户形式避税，税收对其影响就更大了。这种情况下取得的资金所适用的税率是普通所得税率。如果股票在延期账户中受到保护，那么税收的影响就更大，因为在这种情况下征收普通所得税率。

为了对通货膨胀在资本利得税方面的影响作出调整，政府内外都提供了相当大的支持。1986 年，美国财政部提议将资本利得指数化，但这项提议一直没有制定到法律中。1997 年，众议院将资本利得指数化加入税法中，但是又被参议院迫于总统否决的压力而撤出法律体系。按照计划，投资者只需对在持有期内超过物价水平增长的利得部分(如果有的话)纳税。资本利得税进行通货膨胀指数化处理对于实现收益有正面影响。当然，如果中央银行可以保证较低的通货膨胀率，那么就没有必要对资本利得税进行通货膨胀指数化调整。

有利于股票税收的因素

近几年，出现了一些对股票有利的税收方面的发展变化，它们是：

1. 低通货膨胀
2. 低资本利得税
3. 股票的收益大部分是资本利得形式，较少以股息收入形式实现

表 4-2 总结了每一个有利因素对股票投资者税后收益的影响。在前面的部分，我们分析了低通货膨胀是如何通过降低有效的资本利得税来增加股票投资者的实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际收益。对于一个平均持有期为 3 年的中上收入水平股票投资者而言，每降低通货膨胀率一个百分点将增加税后实际收益 24 个基点。

表 4-2 在不同税则下税后实际回报率的提高，1950-2001 年

针对拥有 150,000 实际应税收入的投资者

税则	1950-2001 年的平均水平	2001 年的水平	税后回报率的提高（基点）	
			税率每变化一个百分点带来税后收益的变化	总额
通货膨胀率	4.0%	2.5%	24	36
资本利得税率	26.4%	20.0%	10	62
股息收益率	3.6%	1.2%	22	52
股息所得税率	52.4%	39.1%	1.3	16
税后实际回报率（不包括股息所得税）	2.79%	4.19%	140*	
税后实际回报率（包括股息所得税）	2.79%	4.35%	156	

*由于相互的影响，该数值并没有增加。

战后资本利得税平均为 26.4%。在 2001 年，资本利得税为 20%，这是 1941 年以来的最低点。每降低资本利得税率一个百分点将增加投资者税后实际收益 10 个基点。如果我们执行目前 20%的资本利得税，那么投资者的税后实际回报率将比战后平均水平高出 62 个基点。[5]

第三个有利因素是应税股息收入在资本利得中所占比重变轻。正如第 6 章中我们将讨论的，一个企业可以选择将它的收益用于支付股息、企业再投资或者回购股份。支付股息就将投资者置于最高的税级中。通过再投资和回购股份，企业可以产生资本利得。正如我们看到的，资本利得将适用优惠税率。每转变百分之一的股息收入为资本利得就会增加股票投资者税后实际收益 22 个基点。战后的平

5 如果考虑最新通过的 18%的资本利得税率，税后的实际收益率将提高 81 个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均股息收益率为 3.6%，目前水平为 1.2%。如果我们假设将那 2.4%的差额完全地再投资于该公司以产生资本利得，那么目前较低的股息收益水平将带来税后实际收益率 52 个基点的增加额。

综上所述，这三个有利因素使得 1950 年开始的 2.79%的税后平均回报率增加到 2001 年的 4.19%，增加幅度为 140 个基点。[6]

除了前面提到的影响股票收益率的主要变化以外，所得税边际税率在近几年的下降也很快。对于高收入水平的投资者来说，1950 年以来的平均边际税率为 52.4%，到 2001 年下降到 39.1%。边际税率每下降一个百分点，税后实际收益率将增加 1.3 个基点。因此，边际税率的总变化使回报率增加 16 个基点。由于边际税率的变化将影响所有资产的收益率，股息所得税的下降不列为对股票的有利因素。

表中最后一行表示的是资本所得税有效边际税率、通货膨胀和股息收益率等这些变化使得税后实际收益率从 2.79%增加到 4.19%。如果将所得税率考虑进去，税后实际收益率将进一步增加到 4.35%。根据历史水平，这些重要的变化将引起市盈率合理地上升。这些有利变化对市盈率的影响将在第 7 章中讨论。

延缓纳税账户应该持有股票还是债券

对于很多人来说，最重要的储蓄手段是延缓纳税账户(TDA)，例如基奥计划(Keogh，指自由职业者为退休而存款)、个人退休金账户(IRA)、401 (k)计划或其他类似的计划。很多投资者以延缓纳税账户的形式持有股票(如果他们持有的话)，而以应税账户的形式持有主要的固定收入资产。

但很多财务顾问建议投资者反向操作。他们认为，只有当股票以应税账户的形式持有时才能体现资本利得税的优势。这是因为当延缓纳税账户支出退休金时，个人将对所有的支出都支付普通所得税，而无论有多少财富是通过资本利得实现，

6 总的影响效果微微小于各影响效果之和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多少是通过股息收入实现的。

因此，这些财务顾问就断言，应税账户应该持有股票以便获得低资本利得税的好处，延缓纳税账户应该持有债券以实现利息的合理避税。由于最近资本利得税下降，顾问自认为这样的建议就更显得势在必行了。

但是，以上的建议忽视了两个重要因素。首先，在整个持有期内，投资组合一点也不实现资本利得是根本不可能的。即使是一些为匹配指数或是履行赎回协议而买卖股票的指数基金也不可能。而且，非指数基金会经常实现一些资本利得以使得他们的收益最大化。因此，在延缓纳税账户为已实现的资本利得避税就显得非常重要了。

第二，虽然政府对在延缓纳税账户获得的股票资本利得以普通税率征税，但政府也承担了更多税收损失的风险。如果在应税账户中的资本发生了损失，政府将限制你用普通收入弥补损失的能力。但是，当把所有的资金都从延缓纳税账户撤出时，所有的资金就被当作应税收入。这样，损失就可以从应税收入中扣除。

因此将所有的因素考虑进去，对于大多数投资者来说，在延缓纳税账户持有股票要优于在应税账户持有股票。如果投资者没有足够的储蓄既在延缓纳税账户持有债券又在应税账户持有股票时，上面的结论就显得更正确了。在延缓纳税账户满仓持有是很重要的，即使借钱这么做。很少有人为了在应税账户持有股票、在延缓纳税账户持有债券而借钱。

如果在延缓纳税账户限额之外还购买更多的股票，那么您在延缓纳税账户中应该持有收益率较高的股票，而在应税账户中持有收益率较低的股票，因为延缓纳税账户可以帮助股息收入避税。例如，能够支付较高收益率的收入型的共同基金应该在延缓纳税账户持有；而支付较低收益的成长型的基金应该在应税账户中持有。拥有较高收益的个人股票或者专业化基金是延缓纳税账户较好的持有对象。但是不要仅仅为了将股息收入避税而购买过多的股票，因为这样做会使得您的投资组合失衡。确保在最大的范围内多样化地选择股票，以便在最小的风险可能下使得收益最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论

税收安排对于保证金融资产回报率最大化是非常重要的。由于优惠的资本利得税率和延迟实现这些收益的潜在好处，股票比固定收入资产拥有更多的税收优势。随着近几年资本利得税的下调、持续的低通货膨胀率以及企业为增加资本利得、避免较高的股息收入税而进行的股份回购等现象的出现，以上的优势更加明显。这些有利因素使得股票税后收益相对之前 50 年以来的平均水平增加 1.5%。

尽管股票有这些有利的税收优势，在延缓纳税账户持有股票并尽可能地为股息和资本利得避税还是有好处的。如果投资者在延缓纳税账户和应税账户都持有股票，那么在延缓纳税账户持有经常交易并产生资本利得的高收益股票和基金是很有好处的。准备长期持有的低股息率股票和很少实现资本利得的指数基金应该在应税账户持有。巧妙的税收计划应该可以使得股票获得较高的甚至更吸引人的回报率。

附录：税则的历史变迁

当 1913 年美国宪法第十六次修订得到通过时，联邦所得税也第一次被纳入到税收法案中了。直到 1921 年，对于资本利得收入才有了税收上的优惠。由于第一次世界大战期间税率急剧上升，投资者不愿意实现收益，并向国会抱怨对出售资产征税的后果。国会认为这样“冻结的投资组合”不利于资本的有效配置，于是在 1922 年对资本利得收入制定了 12.5%的税率上限。当应税收入达到 30,000 美元时就适用这个最高的税级。当时的 30,000 美元相当于如今的 240,000 美元。

1934 年颁布了一个新的税则，该税则第一次将资本利得的一部分排除在应税收入之外。这个部分的免税决定不仅让富人还让中等收入群体享受到资本利得税的好处。免税的比例决定于资产持有时间的长度：当持有期等于或短于一年，就没有免税部分；当持有期超过 10 年时，排除在应税收入之外的部分就达 70%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于边际税率在 1936 上升到 79%，因此长期收益的最高有效税率也被下降到 24%。

1938 年，税则再次修订。如果一项资产持有超过 18 个月，将有 50%的资本收益被允许免税，但资本利得税率的上限不会超过 15%。1942 年资本利得税率的上限升高到 25%，但资产持有期只要到 6 个月就可以有 50%的资本收益免税。这个 25%的税率持续到 1969 年，除了在朝鲜战争期间由于 1%的附加税导致资本利得税率上限达到 26%。

1969 年，适用于超过 50,000 美元资本利得的税率上限被废除，50%这个免税份额适用于所有税率。由于普通所得税的税率上限是 70%，那就意味着到 1973 年资本利得税率上限就是 35%。1978 年免税份额达到 60%，资本利得有效税率上限下降到 28%。当普通所得税率上限在 1981 年下降到 50%，资本利得税率上限再次下降到 20%。

1986 年，税则大范围修订以简化税收结构、消除资本利得税和普通收入税之间的差别。到 1988 年，资本利得税率和普通所得税率达到一致，为 33%。这是自 1922 年以来第一次对资本利得收入没有税收优惠。1990 年，资本利得税率和普通所得税率的上限都下降到 28%。1991 年，在资本利得税和普通所得税之间又形成了微小的差距：后者的税率上限上升到 31%，而前者还保持在 28%。1993 年，克林顿总统再次提高税率，普通税率上限达到 39.6%，而资本利得税率保持不变。1997 年，国会将持有期超过 18 个月的资产的资本利得税率上限下降到 20%。次年，该持有期要求又下降到 12 个月。2001 年开始，对于持有期超过 5 年的资产，投资者享有资本利得税率上限为 18%的优惠。在 2001 年，乔治·布什总统和共和党国会通过了一项新的税法，通过该税法将逐步降低边际税率并逐步废除房地产税。但是对于资本利得税没有实施新的政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

股票投资的各种观点

一支“好”的股票(或者说“蓝筹股”)无论其价格有多高，总是一种好的投资品。这种所谓的“新时期”学说仅仅就是将类似于赌博的一种狂热在“投资”的名义下使之合理化的手段。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，1934[1]

投资股票成了全国性的爱好，全国人民为之痴迷……

要及时更新马克思主义，使之成为大众的信仰。

——罗杰·劳恩斯汀 1996[2]

1929年10月14日，星期一，夜，这是个寒冷的夜晚。这时Irving Fisher来到了位于纽约市第二公园大街的建筑商交易俱乐部。Irving Fisher是耶鲁大学的经济学教授，是他所处时代最著名的经济学家。他按事先的约定来参加每月一次的PAA(代理人联合会)的会议。

---

1 Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1934), p. 11.

2 Roger Lowenstein, “A Common Market: The Public's Zeal to Invest,” *Wall Street Journal*, September 9, 1996, p. A11.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fisher 作为现代投资理论的创始人并不是一个纯粹的学院派。他积极分析预测金融市场环境，写了很多实事通讯，其主题从卫生领域到投资领域。他还基于自身的专利发明很成功地创建了一个索引编排企业的卡片。尽管他出身很普通，但是 Fisher 的个人资产在 1929 夏天超过 1000 万美元。[3]

PAA 的成员和媒体鱼贯而入，进入会议室。Fisher 发言的主题是维护投资信托基金，这个投资信托基金就是如今共同基金的前身。但是，与会者更想听到他关于股市的看法。

自从 9 月初市场预言家兼商人 Roger Babson 预测说股价将遭受“可怕”的崩溃以来，投资者一直感到惴惴不安。[4]Fisher 否定了这种悲观主义，他认为未来不会发生 Babson 所预测的熊市。公众们寻求的正是这位伟大人物的保证，他长期以来在股票投资上一直是常胜将军。

在一些介绍性的评论之后，Fisher 发表一句让他终生后悔的言论，“股价看起来已经到达了永不下跌的高台上。”[5]这句话后来成为股市历史上被引用次数最多的话语之一。

10 月 29 日，也就是在 Fisher 发表言论后的两周，股市崩盘。Fisher 所谓的“高台”变成了无底的深渊。接下来的 3 年经历的是历史上最具破坏力的股市崩溃。历史上，尼维尔·张伯伦骄傲地宣布同阿道夫·希特勒在 1938 年慕尼黑所签订的“协议”，该协议中希特勒保证“在我们所处的时代保持和平”。Fisher 关于股市的预言就像张伯伦的宣言，如一件纪念物一般矗立在那里，成为对大祸临头却还毫不知情的伟人们极大的讽刺。

虽然 Fisher 正确地预见到了 20 世纪 20 年代的大牛市；虽然他正确地强调了美联储在营造有利的经济环境方面的重要性；虽然他也正确地维护了投资信托基金，这个今天共同基金的前身是公众参与到股票市场的最佳方式，但是这些都于

3 Robert Loring Allen, *Irving Fisher: A Biography* (Cambridge, MA: Blackwell, 1993), p. 206.
4 Commercial and Financial Chronicle, September 7, 1929.
5 "Fisher Sees Stocks Permanently High," *New York Times*, October 16, 1929, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事无补。股市崩盘后，Fisher 名誉扫地。

在那个十月的夜晚，Fisher 虽然没有预见到股市崩盘，但是他却指出了当时股票价格的上涨大部分是由于收益的增长。Fisher 指出，"时间将告诉我们增长是否会长期持续，以此证明目前高水平股价是否合理。我预计增长会继续。"[6]

时间最终在 1929 年证明了股价水平的合理性。但是这个期限要比 Irving Fisher 或是其他人所认为的要长得多。股票价格从高点下跌后实际上就成为较好的投资手段，但是这个事实难以引起投资者的兴趣。股票在长期趋势上的优势已被证明是股票市场发展过程中的基本原理，但是这一点也被投资者在不顾股票内在价值而疯狂抛售股票时完全忽视了。

关于股票投资的早期观点

在整个 19 世纪，股票被认为是投机者和内部人士涉足的领域，保守投资者是肯定不敢碰的。直到 20 世纪初期，研究人员才开始认为股票在某种特定的环境下也是适合投资的。在当时，Irving Fisher 就认为在通货膨胀期间股票投资就优于债券，而在物价下降时期股票投资就不如债券。[7]这关于股票收益的观点成为 20 世纪早期的传统认知。

20 世纪 20 年代的金融分析师兼投资经理人 Edgar Lawrence Smith 推翻了这个流行的观点。Smith 第一个证明了普通股多样化投资组合的收益无论在通货膨胀时期还是在通货紧缩时期都优于债券。Smith 于 1925 年在一本名为《普通股长期投资(Common Stocks as Long-Term Investments)》的书上阐述了自己的学说。在导言中他说道："那些先入为主的理论纷纷失败，这些研究就是失败的记录。(该理论)……高级别债券被证明在……物价下跌阶段是较理想的投资手段"[8]

6 *New York Times*, October 16, 1929, p. 2.
7 Irving Fisher, *How to Invest When Prices Are Rising* (Scranton, PA: G. Lynn Sumner & Co., 1912).
8 Edgar L. Smith, *Common Stocks as Long-Term Investments* (New York: Macmillan, 1925), p. v.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Smith 追溯到美国内战期间研究股票的收益，他不仅发现股票无论在物价上涨或是下跌阶段都优于债券，还发现在有机会获利沽出股票之前不必等很长的时间（6~15 年）。他总结道：

我们发现，股票中有一种力量在发挥作用，它使得股票本金在向增加的方向发展……除非我们极其不幸地在一轮显著上涨后的极高点投资，市值低于投资成本的阶段持续时间一般相对较短。我们的风险一般只有在这种极端情况才会出现。[9]

Smith 学说的影响

Smith 的书写在历史上一个大牛市的开始阶段。他的结论在理论界和实业界都引起了轰动。声望极高的杂志《经济学家》写道，“每一个明智的投资者和股票经纪人都应该学习 Smith 的这本有意义的书，然后分别检查他们那令人惊讶的试验结果。”[10]

Irving Fisher 把 Smith 的学说看作是对他自己长期持有观点的认同，他认为债券在世界上通货膨胀不定的情况下被高估成安全的投资方式。Fisher 总结了以下新的发现：

看起来市场似乎高估了“安全”证券的安全性，并对它们回报过多；市场也低估了风险资产的风险性，并对它们回报甚少；市场的短期收益过高而长期收益过低；而且将债券的货币收益的稳定性误认为它实际上并不拥有的实际收益稳定性。从实际收益稳定性或购买力的角度看，多样化分散投资的股票要优于债券。[11]

Smith 的观点很快跨越了大西洋，成为英国大范围讨论的话题。英国经济学

---

9 *Ibid.*, p. 81.

10 "Ordinary Shares as Investments," *The Economist*, June 6, 1925, p. 1141.

11 摘自 Irving Fisher in Kenneth S. Van Strum, *Investing in Purchasing Power* (New York: Barron's, 1925), p. vii. Van Strum 是 Barron's 周刊的作者，Smith 学说的忠实追随者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家约翰·梅纳德·凯恩斯很兴奋地阅读了 Smith 的书。凯恩斯是商业循环理论的创始人，该理论被一代代人接受为经典理论。凯恩斯评述道：

Smith 先生的成果是惊人的。他发现股票在各种情况下的长期表现实际上是最佳的，无论在通货膨胀时期还是通货紧缩时期。美国在过去 50 年里的现实情况给人的感觉就是，投资者、投资机构对“安全”的债券的偏好和对“投机”的股票的厌恶导致了债券的高估和普通股价值的低估。[12]

资金运营家也很快地认识到 Smith 理论的作用。Hartley Withers 在《伦敦投资者全记录》和《货币市场评论》中写道：

传统的投资者和投资顾问长期以来都有一个习惯，把持有普通股的行为看作是不合适的或者是投机的。这样的习惯根深蒂固，以至于当他们公开讨论一些已经被广泛接收的观点时还是犹犹豫豫的。比如说普通股在某些条件下确实比……债券要安全，即使是那些后来被用来多样化操作的“金边债券”。[13]

Smith 的著作发表在著名杂志《经济统计评论》和《美国统计协会杂志》上。[14]进一步的深入研究证实了他的结论。当 Siegfried Stern 发表了关于欧洲 13 国从一战开始至 1928 年普通股回报率的研究后，可以说 Smith 在国际上获得了众多追随者。Stern 的研究表明在美国金融市场以外，股票相对于债券和其他金融投资方式的超额投资收益要远超过美国金融市场的水平。[15]

12 J. M. Keynes, “An American Study of Shares versus Bonds as Permanent Investments,” *The Nation & The Athenaeum*, May 2, 1925, p. 157.

13 Quoted by Edgar Lawrence Smith in *Common Stocks and Business Cycles* (New York: William-Frederick Press, 1959), p. 20.

14 Edgar Lawrence Smith, “Market Value of Industrial Equities,” *Review of Economic Statistics* 9 (January 1927): 37-40, and “Tests Applied to an Index of the Price Level for Industrial Stocks,” *Journal of the American Statistical Association* (Suppl., March 1931): 127-135.

15 S. Stern, *Fourteen Years of European Investments, 1914-1928* (London: The Bankers' Publishing Co., 1929).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股投资理论

随着《普通股投资理论》一书的出版，这个阐述股票优越性的研究就广为人知了。[16]Smith 非常谨慎地恰当评价他的发现。他写道：

> 如果用在基本产业中具有代表意义的公司的股票组成多样化投资组合，那么在一些年后，以复利计算的本金一定会增加。可以确信，以这样的股票持有方式，可以保证价值的持续增加并以此获得比目前商业票据利率更高的平均回报率。[17]

20 世纪 30 年代布朗大学经济学教授 Chelcie C. Bosland 认为这个股票理论经常会误导人们不考虑价格而进行股票投资。Bosland 评述说：

> 在 1922 年以后购买股票更有可能获得盈利而不会遭受损失。即使是发生了大幅度具有上升趋势的循环往复，很多人也认为这正验证了股票长期投资理论的正确性。采用这样的盈利手段变得非常普遍。到处可见这样的“高涨情绪”。勿庸置疑，这个“股票理论”给了那些彻头彻尾的投机者吃了一颗定心丸，他们觉得自己的做法是有坚实的科学理论基础的。[18]

观点的根本性转变

但是，股票辉煌的日子不再继续了。股市崩盘使得股票所拥有的安全、健全的形象完全破坏，也使得 Smith 关于股票是最佳长期投资手段的论点受到怀疑。著名投资银行家兼作家 Lawrence Chamberlain 认为：“股票作为长期投资手段也

---

16 Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment: Its Development and Significance* (New York: Ronald Press, 1937).

17 Smith (1927), p. 79.

18 Bosland (1937), p. 4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不如债券，主要因为它根本就不是投资。它就是一个投机行为。”[19]

普通股投资理论遭到了全面的批评。1934 年，投资基金经理 Benjamin Graham 和哥伦比亚大学金融学教授 David Dodd 合写了一本书，名为《证券投资分析》(Security Analysis)。该书成为股票、债券价值分析法的圣经。通过不断再版，这本书在学生和专业市场人士中拥有很久的影响力。

Graham 和 Dodd 指责 Smith 的书宣扬那些听起来似是而非实际上又站不住脚的理论，他们认为正是这些理论才导致了 20 世纪 20 年代牛市的过度狂热。他们写道：

> 大量自欺欺人的投机者必定有自己的判断标准……在新一轮的牛市中，通过多样化投资股票获得长期增值必须以理性为基础……交易量有一点很小的增加，新时期理论就把它当作是井喷。这本书就是 Edgar Lawrence Smith 写的《普通股长期投资》，出版于 1924 年。[20]

股市崩盘后的股票回报率

所有人在股市中都损失了自己赖以生存的储蓄，随着这个消息的传开，还坚持认为股票优于其他金融资产的想法就显得十分幼稚可笑了。在 20 世纪的 30 年代末期，Cowles 经济研究委员会的创始人 Alfred Cowles III 计算了上溯到 1871 年的股票价值加权平均指数，计算对象是在纽约股票交易所交易的所有股票。Cowles 分析了含再投资收益的股票回报率，他总结道：

> 在 1871-1926 年股票一般以其实际价值的 3/4 出售，而其实际价值可以用投资者所获回报来衡量。在那个时期有很明显的证据支持这个结论。[21]

19 Lawrence Chamberlain and William W. Hay, *Investment and Speculations* (New York: Henry Holt & Co., 1931), p. 55.

20 Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, 2d ed. (New York: McGraw-Hill, 1940), p. 357.

21 Alfred Cowles III and associates, *Common Stock Indexes 1871–1937* (Bloomington, IN: Pricipia Press, 1938), p. 50.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但 Cowles 直接把 1929 年股市崩盘的责任归为政府。他认为日益严重的税收和政府控制导致了股价的下跌。

随着股票从萧条中逐渐恢复，它们的回报率看起来有了新气象。1953 年，密歇根大学的两位教授 Wilford Eiteman 和 Frank P. Smith 发表了他们关于工业企业投资回报率的研究。他们所研究的对象都为在 1936 年流通盘超过一百万股的公司。他们发现不用考虑股票市场的周期性循环而平均地购买这 92 只股票(这是一种被称之为平摊成本的策略)，在持有 14 年后，股票的年回报率将达到 12.2%。这远远超过固定收益投资的回报率。12 年后，他们对曾经研究过的股票进行再次分析。虽然他们对这段时间内新出现的企业和工厂未作出相应的调整，但发现这次的回报率甚至要更高。他们写道：

> 如果一个普通股投资组合的选股采用本文的方法，虽然它看起来近乎愚蠢，但是它会带来 14.2%的复利年利率。一个市场知识有限的小投资者可以将他的储蓄分散到一系列股票中，然后持有一段时间。这样就可以确保他本金的安全性和足够的年收益。[22]

很多人并不相信 Eiteman 和 Smith 的研究，因为该研究并没有涉及到 1929-1932 年的股灾。但是在 1964 年，来自芝加哥大学的两位教授 Lawrence Fisher 和 James H. Lorie 分别分析了 1929 年股灾、大萧条和二战后的股票回报率。[23] Fisher 和 Lorie 总结说，在 1926-1960 年整整 35 年间，股票提供了明显高于其他金融资产的回报率(年回报率 9.0%)。他们在计算中甚至考虑了税收和交易成本的因素。他们总结道：

> 让很多人感到奇怪的是股票回报率可以持续保持如此高的水平……很多人选择比股票回报率低得多的投资方式，这样的事实说明了这些投资者与生俱来

22 Wilford J. Eiteman and Frank P. Smith, *Common Stock Values and Yields* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962), p. 40.

23 "Rates of Return on Investment in Common Stocks," *Journal of Business* 37 (January 1964):1-21.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的保守倾向和对普通股内在风险的考虑。[24]

10 年后，Roger Ibbotson 和 Rex Sinquefield 发表了一篇进一步研究收益率的文章，它的题目为《股票、债券、国库券和通货膨胀：历史上的年回报率(1926-1974 年)》。[25]他们承认自己的研究得益于 Lorie 和 Fisher 的贡献，他们也确认了股票在长期投资方面的优势地位。他们所总结的数据年年被年鉴收录。这些数据被频繁地引用，也经常被证券业当作回报率的基准。[26]

对股票的疯狂追逐

Ibbotson 和 Sinquefield 不顾大萧条之后最严重的熊市，公开发表了他们的发现。由于越战、通货膨胀的冲击以及欧佩克的石油禁运，从 1966 年末到 1982 年夏天的股票实际回报率为负值。但是，随着美联储成功地消除通货膨胀和利率的急剧下降，股市在 1982 年 8 月达到了牛市的顶点。道·琼斯指数从 790 点开始上升，并在年底冲过 1000 点达到了一个新的记录。

几乎没有人认为这样的趋势会持续。1992 年，《福布斯》(Forbes)以题为“The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices”的封面文章来警告投资者，文章认为股票正处在“投机性的疯狂购买中”，文章还提到了 Raskob 在 1929 年股市高点投资的愚蠢建议。[27]

但是也有其他的投资者接受了正确的市场观点。赫顿公司总裁兼董事会主席 Robert Foman 在 1983 年 10 月发表他的观点：“现在正处在新一轮股票时代的拂晓”，他还大胆的预测道·琼斯指数在 20 世纪 80 年代末会达到 2000 点甚至更多。

---

24 *Ibid.*, p. 20.

25 *Journal of Business* 49 (January 1976):11-43.

26 *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbooks, 1983-1997* (Chicago: Ibbotson and Associates).

27 William Baldwin, “The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices,” *Forbes*, April 27, 1992, pp. 140~150.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但事实上，即使是 Foman 也显得太悲观了。除了在 16 章中我们将提到的 1987 年 10 月的股市大跌，股票指数一直长期稳定地上升。1990 年 8 月，也就在萨达姆·侯赛因入侵科威特之前，道·琼斯指数击破 3000 点。海湾战争和房地产业的不景气导致市场再次陷入熊市。但这次的熊市和 1987 年的股市下跌一样，为期甚短。

伊拉克在海湾战争中的失利宣告了股票市场历史上一轮最令人难以置信的 10 年的开始。美国将大量用于军费开支的资源转向了国内消费，这可以增长美国经济而降低其通货膨胀率。美国的注意力转向了国内，连战后生育高峰期出生的婴儿都被不断增加的就业机会和退休保障安排妥当了。

道·琼斯工业平均指数很快地在 1991 年 3 月重登 3000 点。在 1994 年成功的阻击通货膨胀后，美联储降低了利率。紧接着在 1995 年初，道指上升超过了 4000 点。当股指达到 4300 点后，有专家对牛市的持久性提出了怀疑。而《商业周刊》在 1995 年 5 月 15 日以题为“道指达到 5000 点？不要笑”的文章来反击这样的怀疑论，为牛市的持久性辩护。道指很快地在 11 月份越过了阻力线并在 11 个月后达到了 6000 点。

到 1995 年末，股价的持续上升引发了许多分析师的警告。Oppenheimer 的 Michael Metz，美林的 Charles Clough 和摩根斯坦利的 Byron Wein 都对股市反弹的基础提出了强烈的怀疑。1995 年 9 月，所罗门兄弟的首席股票战略投资家 David Shulman 写了一篇题为“恐惧与贪婪”的文章，文章认为当时的市场环境和 1929 年、1961 年的市场高点十分相似。Shulman 认为理性的支持是保持牛市很重要的因素，并提到 Edgar Smith 和 Irving Fisher 在 20 世纪 20 年代的贡献，Fisher-Lorie 在 60 年代的研究以及作者在 90 年代出版的本书的第 2 版。Shulman 基于股息增长进行了长期研究，强调了他的股票长期熊市观点。[28]

到 1996 年标准 500 指数的市盈率达到了 20，明显高于战后平均水平。更多

28 3 个月后，也就是 1995 年 12 月。Shulman 向牛市这边屈服，并宣称其对于股息收益的长期研究是不正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的警告应运而生了。著名的作家兼金融评论家 Roger Lowenstein 在《华尔街日报》上写道：

> 投资股票已经成为全国性的爱好了，全国人民为之痴迷。人们可能会攻击政府，诽谤学校或者贬低被他们宠坏的体育明星。但是他们对市场的信念是不可动摇的。要及时更新马克思主义，使之成为大众的信仰。[29]

《纽约时报》首席金融评论家 Floyd Norris 在 1997 年写了一篇题为《In the Market We Trust》的文章，以此来附和 Lowenstein 的评论。[30]所罗门兄弟的权威 Henry Kaufman，他关于固定收益市场的意见在 80 年代总是会引起债券市场的波动。他认为“对金融情况的乐观主义被过分夸大了”，他还引用了像 Irving Fisher 这样的乐观派给出的保证——“股价到达了永不下跌的高台上”——作反例。[31]

而且，关于牛市就要结束的警告不仅仅来自于华尔街。学者们也对前所未有的股票价值上升倍感兴趣。耶鲁大学的 Robert Shiller 和哈佛大学的 John Campbell 写了一篇学术报告，他们认为市场价值被明显地高估。这篇文章还在 1996 年 12 月初被提交到美联储理事会上。[32]

随着道指上升超过了 6,400 点，美联储主席阿兰·格林斯潘在 1996 年 15 月 5 日华盛顿举行的美国企业组织年会上发表了一个警世的演讲。他问道，“我们怎么才能知道什么时候这些大量的不理智行为会导致资产价值不恰当的增加呢？而这些不恰当的增加常会遭受意外的长期经济萎缩，就像日本在过去十年内经历的一样。而我们在制定货币政策时又如何处理这些因素呢？”

他的讲话具有闪电般的影响，他发言中“大量的不理智行为”（irrational

29 Roger Lowenstein, “A Common Market: The Public’s Zeal to Invest,” *Wall Street Journal*, September 9, 1996, p. A1.

30 Floyd Norris, “In the Market We Trust,” *New York Times*, January 12, 1997.

31 Henry Kaufman, “Today’s Financial Euphoria Can’t Last,” *Wall Street Journal*, November 25, 1996, p. A18.

32 32Robert Shiller and John Campbell, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook,” *Journal of Portfolio Management* 24(Winter 1997):11~26.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

exuberance)变成了格林斯潘任职期间被引用次数最多的言论。随着格林斯潘的发言通过电脑屏幕而传遍各地，亚洲和欧洲市场明显下跌，华尔街也以一个不可思议的低点开盘。但是投资者很快又挽回了他们的损失，纽约股市以有限的下跌收盘。

而道指还是从这里不断地向前攀升，在 1997 年 2 月击破 7,000 点，7 月达到 8,000 点。即使是题为“嫁给市场”的《新闻周刊》封面文章，也丝毫不能打击投资者的乐观精神，该文描述了华尔街“撮合”美国和牛市的“婚姻”。[33]

市场成为了中上等收入美国人占据的永远上升的阵地。商业的书籍和杂志大量增加，纯商业新闻的有线台吸引了大量受众，尤其是 CNBC。酒吧、机场和其他公共场所的电视机总是在转播纯新闻网的频道。电子股票屏幕和商业信息平台遍布全国各主要商学院的餐厅、酒吧和休息室。巡逻艇和全世界最偏僻的地方也能收到金融信息台。即使在海拔 35,000 英尺的高空，飞机的乘客也能从装在前排座位后面的电话可视屏中看到最新的道指和纳斯达克平均指数。

科技的进步进一步推动了股票市场的发展。科技使得股票报价和财经信息比以前的传播范围更广，传播速度更快。像美国在线(AOL)这样的互联网服务提供商可以保证投资者在世界的每个角落都能和股市与股票保持联系。不管是通过互联网聊天室、财经网页还是电子邮件形式的实事通讯，投资者在键盘和鼠标的点击间就能获得大量的信息。CNBC 变得非常受欢迎，以至于主要的投资公司都要求他们所有的经纪人通过电视或者电脑收看这个频道，以便于在出现财经消息时领先客户完成限价买入。

33 发表于 1998 年 4 月 27 日的“新闻周刊”。主流新闻期刊上的封面文章的时效性往往很差。1979 年 8 月 13 日“商业周刊”的封面文章““The Death of Equities,””发生在股市高点的 14 年后，而 3 年后又迎来了大牛市。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技的高速发展

金融和经济的动荡看起来对股票的牛市丝毫没有什么影响。由于亚洲金融危机动荡，1997 年 10 月 27 日指数下挫了创记录的 554 点，市场交易临时性关闭。但是这丝毫没有减弱投资者对股票的热情。

1998 年又有新的动荡冲击市场。俄罗斯政府难以偿还其发行的债券；世界第一大对冲基金 Long-Term Capital Management 卷入了数万亿美元计的投机行为以至于其无法继续运营。市场显得有些失灵，美联储实行了基金拯救计划以复兴金融市场。这些事件导致了道指几乎下跌 2,000 点。但是美联储的行动和三次迅速调低利率使得股指再次上扬。1999 年 3 月 29 日，道指以高于 10,000 点报收，2000 年 1 月 14 日达到了创纪录的 11,722.98 点。

但是真正的大动作不在纽约股市，而在纳斯达克市场。随着公众对计算机、互联网、移动通信和网络公司偏好的增加，一度交投萎靡的交易未上市股票的场外市场迅速升温。思科、太阳、甲骨文、JDS Uniphase 和其他一些在十年前几乎不存在的公司的股票被投资者兴奋的买卖着，纳斯达克的交易量使纽约股市的交易量相形见绌。交易的热点集中于互联网股票，24 家网络公司构成的网络指数从 1997 年 11 月的 142 飙升至 2000 年 3 月 10 日的 1,350 点。

2000 年 3 月 10 日这一天，不仅是纳斯达克市场还有很多互联网和科技股票指数都达到了高点。当对于科技股的投资出乎意料地放缓时，1982 年后第三次也是最严重的一次熊市发生了。纳斯达克指数随机下跌了 70%，互联网股票在接下来的 12 个月里损失了几乎它们所有可观的盈利。对于股市的热情也逐渐开始冷却。投资俱乐部也和美国国家广播公司这样财经栏目的听众数量一样急剧下降，而俱乐部数量曾在 2000 年达到 35,000 个。[34]

---

34 见 Paul Sloan 在 *US News and World Report Online*, November 30, 2000 中写道的“人们舔舐着他们的伤口，不再讨论股票。话题又回到运动、女人和谁会获胜这些方面了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市的“后遗症”

尽管存在科技股的波动和经济增长迅速放缓的影响，但是大多数投资者还是对股票作为最佳的长期投资方式充满信心。20 世纪 90 年代的投资秘诀就是“买跌不买升”。市场的廉价出清实际上就是投资者对市场买入更多股票的理想时机。这样的经验就是“买跌不买升”做法的根据。正如共同基金所指出的，90 年代小投资者对股票的信念要比职业投资者更加坚定。

但是，20 世纪 90 年代带来的最具持久力的“后遗症”可能就要数投资者近乎一致的观点：股票是最佳的长期投资方式。即使是科技股的暴跌也丝毫没有动摇投资者的热情。耶鲁大学的 Robert Shiller 所收集的数据证实了尽管股市在 2001 年下跌，但是 91％的投资者还是认为股票是最佳的长期投资方式。Shiller 在 1999-2000 年牛市间发现有 97％的投资者认为股票是最佳的长期投资方式，两个比例几乎没有什么区别。[35]

虽然坚定的信念流行于市，但是 2000-2001 年的熊市还是让人们对在投资组合中全部持有股票的希求产生了怀疑。以股市目前持续的状况，能够在自己的废墟上重建辉煌吗？投资者将股价哄抬到这么高的水平，将来是不再能获得这样高的回报率了吗？这些疑问的答案取决于对股价是如何影响股票未来收益这个问题的理解。这将是第 6 章的主题。



35 数据的采集工作是在 Robert Shiller 指导下由耶鲁管理学院完成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第Ⅱ部分

评估未来股票收益和投资

第 6 章　股票市场价值的源泉及其衡量方法

第 7 章　大牛市、新经济、老人潮和股票的未来收益

第 8 章　大盘股、小盘股、价值型股票、成长型股票

第 9 章　成长型股票和科技股的价值评估

第 10 章　全球化投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

股票市场价值的源泉及其衡量方法

即使下面所提到的购买“普通股”的目的纯粹源于投机的贪婪性，人性也会把这种丑陋的动机隐藏在极赋逻辑性和判断力的外衣下。

——本杰明·格雷厄姆与大卫·多德，1940[1]

带有不祥之兆的回报率

1958 年夏天，对于那些将股票市场当作长期经济指示器的人来说发生了一件重大的事情。长期政府债券的利率有史以来第一次超过了普通股的股息收益率。

《商业周刊》就此事于 1958 年 8 月登载了题为“带有不祥之兆的回报率”的文章，以此警告投资者当股票收益率接近债券收益率时，市场下跌即将来临。[2]1929 年的股市崩盘就起因于股票股息收益率低于债券收益率而导致。1907 年和 1891 年的股市下跌也起因于债券收益率和股息收益率差额低于 1%。

1 "The Theory of Common-Stock Investment," *Security Analysis*, 2d ed. (New York: McGraw-Hill, 1940), p. 343.

2 *BusinessWeek*, August 9, 1958, p. 81.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 6-1 所示，1958 年以前的股票年股息收益率总是高于长期利率，而且绝大多数分析师都认为规律就应该是这样的。股票比债券承担更多的风险，因此应该获得更高的收益率。由于这个原因，当股票价格走势过高使得股息收益率低于债券利率时，应该卖出股票。

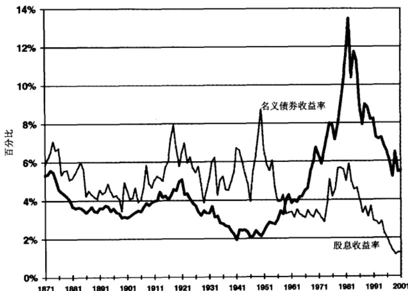


图 6-1　股息收益率和债券名义收益率，1871-2001 年

但是在 1958 年，情况并不是这样。股票在股息收益率低于债券利率后十二个月内的回报率还是超过了 30%，并且在 20 世纪 60 年代初继续走高。这样的规律为什么不再起作用了呢？这要归因于很多经济因素。通货膨胀提高了债券的收益率，以便弥补贷款人的购买力损失。而投资者把股票当作是防止货币价值流失的最佳投资方式。在 1958 年 9 月初，《商业周刊》提到："股票和债券收益率之间的关系显然是一个警告信号，但投资者还是认为股票是惟一可以对冲掉不可避免

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的通货膨胀损失的投资方式。”[3]

但是很多华尔街的专家对这样的“收益率大逆转”感到迷惑不解。怀特-威德公司(White, Weld & Co.)副总裁兼《金融分析家》杂志编辑 Nicholas Molodovsky 评述说：一些金融分析师把“股票债券收益率的逆转”视为由很多复杂原因引起的金融革命；还有一些人根本就不准备给这个难以解释的现象寻找答案，他们认为这就是金融世界里自然现象的表现。[4]

想象一下，如果那些价值导向型的投资者在 1958 年 8 月撤出他们在股票市场里的资金并将其投资到债券上。他们发誓除非股息收益率比高级别债券的利率还高，否则不会再买股票。那么，这样的投资者可能至今还在等待重回股市的机会。1958 年后，股息收益率再也没有超过债券利率。但是，自从 1958 年后，不管是多长的投资期，股票的总回报率都明显地超越了固定收益证券的收益。

只要经济制度不变，价值评估的基准就一直有效。战后各国政府转为采用纸币本位制，但这导致了漫长的通货膨胀。通货膨涨又彻底改变了投资者判断股票和债券收益率的标准。那些对股票价值评估成墨守成规的投资者将永远不可能进入到股票历史上最繁荣的牛市中。

股票现金流的价值评估

股票价值的基本来源是企业的股息和盈余。购买一件艺术品可以作为投资，也可以是为了获得感观上的愉悦。但是股票就不同了，它之所以有价值，完全就是因为未来可能会有现金收益。这些收益主要来自于各种分配活动(例如，股息或者出售股票以实现资本利得)。股东因为拥有公司的股权，从而可以预期自己得到的报酬，而且通过预测和评估这些未来的现金流，投资者可以判断股票的投资价

3 “In the Markets,” *BusinessWeek*, September 13, 1958, p. 91.
4 “The Many Aspects of Yields,” *Financial Analysts Journal* 18 (2) (March–April 1962):49–62.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。[5]

任何资产的价值决定于未来预期现金流的折现值。资产的未来现金流之所以要被折现是因为在未来获得的现金不如现在获得的现金值钱。折现的原因有：(1)大多数人与生俱来的时间偏好使得他们更愿意在当前消费，而不是等到来日；(2)生产力可以使得投资于当前的资金在未来获得更高的回报率；(3)通货膨胀削减了未来现金流的实际购买力。这些因素同时适用于股票和债券情况，也是利息率理论的基础。第4个原因则是未来现金流的数量带有不确定性，这主要适用于股票。

股东的价值来源

对于股票持有者来说，未来现金流的来源就是企业的利润。利润就是企业销售收入减去生产成本后所得的现金流。生产成本包括劳动力成本、原材料成本、债务利息、公司税赋和折旧额。

利润通过以下方式为股东创造价值：

- 支付现金股利
- 回购股票
- 债务清偿
- 投资于证券、资本项目或者其他公司

如果一个企业购回自己的股份(就是众所周知的回购)，那么将会减少在外流通的股份而增加未来的每股收益。如果企业偿还了自己的债务，那么就减少了企业的利息费用而增加股东可运用的现金流。最后，那些没有用于分配股利、回购股份或是清偿债务的企业利润叫做留存收益。如果将留存收益投资于证券、资本项目或者其他公司，那么在未来就可以为股东增加现金流。

有些人认为股东最重视股票的现金股利。但事实上并不是这样。从税收的角

5 对于持有多数股权的情况下，除了回报之外，还应该考虑精神价值。在这样的情况下，控制多数股权的股东对股票价值的估值要超过只拥有少数股权的股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度看，股票回购要优于股利分配。对于投资者而言，现金股利适用的是最高的边际税率。但是股票回购可以产生资本利得，当投资者决定要卖出股票而实现资本利得时适用的是较低的资本利得税率。最近一段时间进行股票回购的企业明显增加。正如下一章所述，从股利分配到股票回购的转变正是某些股票价值增加的原因。

还有些人认为债务清偿会降低股东收益，因为需清偿债务的利息一般要低于支付给股东的回报。他们还认为，如果企业清偿了债务，那么可当作费用抵减的利息(税盾)就减少了。[6]但是，无论经营情况是好是坏，债务都需承担固定付款的义务。这样的义务增加了股东收益的波动性。因此，减少债务会降低未来收益的波动性，而且并不会减少股东价值。[7]

很多投资者认为第4个因素，也就是企业收益的再投资，是最重要的价值来源，但实际上并不总是这样。如果留存收益进行了可获利的再投资，那么必然会创造价值。但是，留存收益也可能使经理们对其他目标感兴趣，比如高价收购其他企业或者增加津贴，而这些活动并不能增加股东价值。因此，市场对大量拥有现金储备或流动性强的证券经常持怀疑态度，而且认为这种企业的价值要打一个折扣。

如果确实担心企业滥用留存收益，那么市场对企业的估价将有可能低于股东权益。像 Benjamin Graham 这样的伟大投资者就是购买这些公司的股份，然后劝说管理层(劝说的时候恩威并施)放弃他们的流动性资产。[8]他获利最多的一些交易就是通过这种方式进行的。

人们可能会奇怪，既然管理层通常在企业中占有很大的股份，那么他们为什

6 债务是否是一个有价值的税盾取决于税率是否足够高，以至能弥补税盾。参见 Merton H. Miller, "Debt and Taxes,"这是 1977 年 9 月 16-18 日在新泽西州大西洋城召开的美国金融协会第 35 届年会上的文章和成果。*The Journal of Finance* 32(2) (May, 1977):261-275 也刊登了该文。

7 集中进行利息支付对管理层来说是一个很好的原则，同时也可改变浪费的风气。参见 Michael Jensen, "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence." In John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman (eds.), *Takeovers and Contests for Corporate Control* (New York: Oxford University Press, 1987).

8 Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1946), Chap. 11.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么不以股东价值最大化作为他们运营资产的目标呢？原因在于股东的目标和管理层的目标之间存在着冲突。股东的目标就是增加公司股份的回报率，而管理层努力的方向可能包括提高声望、增加市场的控制力以及其他一些目标。经济学家把这种管理层和股东目标间的冲突称之为代理成本。这样的成本是每一个管理者和所有者分离的企业结构所固有的。而支付现金股利或实施股票回购就不会使管理层受到诱惑去追逐那些不能最大化股东价值的目标。

最近几年的股息收益率跌至 1.5 个百分点，小于其历史平均水平的 1/3。主要原因是股利在税收上的劣势和股票期权的大量采用，采用股票期权时的资本利得和非股利收入都转成了期权价值。但是有些投资者认为只有企业的收入才是真正的收入，而从历史上看，发放股利正反映了这种观点。最近积极的会计政策和安然公司破产后对收入真实性的要求比较受关注，这就可能会使这个一度推崇的衡量投资者价值的方法再次受宠。[9]

股票价值决定于股利还是收益

股利政策用以决定支付给股东的部分所占总收益的比重。管理层通过衡量股息收入和资本利得间的税收差异、用以偿债或投资的内部资金需求和在面对收益波动时保持股利的相对稳定的愿望等各种因素，以此来决定股利政策。既然股票价格主要决定于未来可预期的股息收入的折现值，那么看起来股利政策似乎在很大程度上决定了股票的价值。

但是事实并不总是这样的。只要企业保证股东所要求的留存收益产生相同的回报，股东并不在乎有多少盈利当作股利支付，有多少被再投资。[10]这是因为当前未支付的股利会被企业进行再投资，而在将来可以获得更多的股利。

9 Jeremy J. Siegel, "The Dividend Deficit," *Wall Street Journal*, February 13, 2002, p. A20.

10 这里忽略了资本利得和股息收入之间的税收差异问题，这个差异是有利于再投资的。这一点问题在第4章中有所阐述。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，管理层对于股利支付率的决定影响着股利支付的时间选择。股利支付率越低，近期支付的股利就越少。但是随着时间的推移，股利支付会增加，最终超过股利支付率较高的股利支付方案。此外，如果假设企业可以像投资者投资股票获利一样获得相同的回报，那么无论股利支付率是多少，这些股利的现值总是一样的。

要注意，股票价格总是等于未来所有股利的现值而不是未来收益的现值。没有支付给投资者的收益如果在将来当作股利或者其他现金支出支付给投资者，那么这部分股利也拥有价值。用未来收益的现值衡量股票价值很明显错误地高估了企业的价值。[11]

20 世纪早期最伟大的投资分析师、经典名著《投资价值理论》(Theory of Investment Value)的作者 John Burr Williams 解释了以上的观点，他写道：

> 大多数人可能立刻就会反对上述股票价值评估的规律，他们认为该用未来收益的现值而不是未来股利的现值来衡量股价。但是根据评论家的暗示，收益和股利不是应该得出一个相同的答案吗？如果所有未当作股利支付的收益都成功地以复利形式被再投资，评论家们认为这些收益将来还会产生股利。如果没有被成功地再投资，收益就会发生损失。收益仅仅是达到目的的手段，但手段本身不是我们的目的。[12]

长期收益增长和经济增长

由于股票价格是未来股利的现值，所以经济增长似乎很自然就是影响未来股利进而影响股价的重要因素。事实并不完全是这样。股票价格的决定因素应该是基于每股的收益和股利。虽然经济增长会有利于总收益和股利总额的增长，但经

11 像沃伦·巴菲特的 Berkshire Hathaway 公司这样不支付股利的企业，其价值源于它们的资产。这些资产可以获得现金流，可以变现，也可以在将来支付给股东。

12 John Burr Williams, *The Theory of Investment Value* (Cambridge, MA: Harvard University Press,1938), p. 30.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济增长并不一定会引起每股收益或每股股利的增长。每股收益(EPS)对华尔街来说很重要，因为计算投资者回报的基础是针对每股而不是总收益或是股利总额。

经济增长并不一定会引起每股收益增长，因为经济增长需要增加资本投资，而资本又不能免费地获得。科技的进步和运用需要企业实实在在的投资。而这些投资可以通过债务市场(通过银行、贸易信贷或发行债券)或是发行新股来筹集。这些追加的利息成本和由于发行新股导致的收益减损将给企业的未来盈利能力带来新的负担。

能否在不增加资本投入的情况下增加企业收益呢？在短期是有可能发生的，但是历史资料显示在长期情况下不能实现这样的目标。长期历史数据所显示的一个显著特性就是股本数量与总产量水平同比例增长。其中股本包括像工厂、设备这样的物质资产和长期积累的无形资产。换句话说，产量增长10%就需要股本也增加10%。

很多投资者认为投资于科技生产力不断提高的企业可以刺激收益增长率持久地保持较高水平。而经常被誉为利润增加源的“缩减成本的投资”只能暂时地影响资产的盈利水平。如果其他企业也采用这样的投资方式，那么竞争局面将迫使管理层降价，降价的幅度就是成本缩减的幅度，而超额利润也很快地被挤出。实际上，资本投入通常并不是为了增加利润，而是为了在其他企业采用具有竞争力的成本缩减手段时保持住自己的利润。

表 6-1 GDP、收益和股利的长期增长率，1871-2001 年

	GDP 实际增长率	每股收益实际增长率	每股股利实际增长率	股息收益率*	股息支付率*
1871-2001	3.91%	1.25%	1.09%	4.54%	58.75%
1871-1945	4.51%	0.66%	0.74%	5.07%	66.78%
1946-2001	3.11%	2.05%	1.56%	3.53%	51.91%

*取中间值

表 6-1 总结了 1871-2001 年 9 月每股股利、每股收益(EPS)和股票收益率的统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计数据。这些数据显示出在整整 130 年里，每股收益实际增长率还不足 1.25%，明显低于将近 4%的国内生产总值(GDP)实际增长率。由于发行新股的原因，每股收益增长的长期水平不及总体经济增长水平。

这些数据还显示出，二战以后企业收益的增长速度是同股息收益率的下降紧密相连的。较多的留存收益可以保证企业进行股票回购或再投资。这些数据有力地支持了 John Williams 的观点：当前未支付的股利在将来可以引起收益的增长。

衡量股市价值的历史标准

目前流行着很多衡量标准，尽管它们高估或低估了股票价值。大多数股票市价的衡量方法都涉及微观经济个量，诸如收益、股利和账面价值，也有涉及宏观经济总量，诸如国内生产总值(GDP)、股本的重置总成本。如果股票价格超过了历史平均价值水平，那么通常认为该股价 “过高”。

但是这样进行比较就带来了一个问题：采用历史数据进行衡量的结果同股东预期的收益一致吗？正如第 2、3 章中所提及的，在长期看来，股票可以提供给股东超额回报。这样的事实说明，在整个历史上，股票的平均价格被低估。因此，随着投资者对股票较高回报率的认可，投资者认为股价相对于收益和股利会上升，那么股票拥有较高价格就理所当然了。

市盈率

最基本的股票价值衡量标准是市盈率。市盈率就是股票价格和每股年收益的比值，它衡量了投资者为了获得一美元的当前收益而愿意付出的钱。

决定单只股票市盈率的最重要变量是未来股利增长率的预期值。同样面对目前的收益，认为收益将持续增长的投资者愿意支付的价格要高于认为收益不变或者下降的投资者所愿意支付的价格。但是，收益增长不是影响市盈率的惟一变量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率还受其他因素的影响，诸如利率、投资者的风险偏好、税赋、流动性及其他因素。

市场的总市盈率等于所有股票的市值之和与所有股票的总收益之比。图 6-2 中显示的市盈率在 2001 年达到了一个较高水平，超过 1870 年以来平均水平 14.5 的两倍。[13]

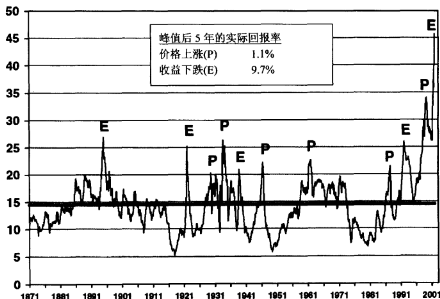


图 6-2 基于过去 12 个月的收益报告的历史市盈率，1871-2001 年

但是，市盈率达到顶点对投资者而言并不总是不好的兆头。如果像 1894 年、1921 年、1938 年和 1990-1991 年的经济衰退那样由于收益的显著下降引起了市盈率的突然上升，那么在市盈率突然上升后的 5 年内的实际平均年回报率达到 9.7%。能有如此高的回报率是因为由经济衰退引起的收益下降的持续时间总是很

13 收益数据来自于标准普尔 500 指数或是组股票在过去 12 个月内的收益报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短，收益和股票价格会很快反弹。然而，2000-2001 年经济衰退时的市盈率还是很高，投资者就不会预期获得高于平均水平的回报率。

如果是像 1929 年 9 月、1933 年 7 月、1946 年 6 月、1961 年 11 月和 1987 年 8 月那样由于股票价格的上升引起市盈率的上升，那么未来 5 年的实际回报率只有 1.1%。持续走高的股票价格通常反映了对未来收益增长的过分乐观的态度。特别是在较快的收益增长很难实现、股价下跌、收益受损时。1999 年末、2000 年初发生的市盈率突然上升就准确地预示了未来极低的收益率。

市盈率与未来股票收益率

虽然市盈率在短期可能是一个极具误导作用的指标，但长期看来，市盈率是一个反映股票未来收益的很有用的指标。这个原因可以通过分析股票和债券收益率的计算方法来解释。

债券的当期收益率是所获利息与支付价格之比。如果无论债券的到期价值是升水或是贴水都不卖出，那么当期收益率就是衡量未来收益率的好方法。股票的类似计算方法是收益率，就是用每股收益与股票价格之比，即为市盈率的倒数。

由于企业的标的的资产是真实的，收益率就是一个实际的回报率，也就是经过通货膨胀调整的回报率。随着时间的推移，通货膨胀会增加标的资产产生的现金流，而且资产本身的价值也会升水。这就是和固定收益资产的实际回报率的显著区别。以货币衡量的固定收益证券利息和本金以固定的、不会随着通货膨胀增加。

长期的数据证实了这样的观点：收益率是股票实际回报率很好的估计值。图 6-2 显示了过去 130 年内整个市场的平均市盈率为 14.45，所以股票的平均收益率就是 1/14.45，或是 6.8%。而根据表 1-1 中 1871 年以来的数据计算所得的股票收益率也很精确地达到 6.8%。

就像前面提到的，用市盈率来预测未来短期股票回报率是有限制的。譬如，如果经济正从衰退转向繁荣，那么未来的回报率将要高于用目前收益率所预测的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果。而且在短期，市场的变动还有其他原因，诸如利率的变动或股东要求风险溢酬的变动。

收益的定义及其有关争议

报表收益和营业收益

看起来市盈率的计算似乎很容易，但事实并非如此。出现在这个著名比率的分母上的“收益”是一个很难界定的概念。对于收益的衡量方法，无论问到谁，都有不同的定义和标准。

图 6-2 中使用的收益是由公认会计准则(GAAP)和美国会计准则委员会(FASB)定义的。FASB 是证监会(SEC)在 1973 年创办的民间非官方组织，主要职责是统一管理金融报表中的会计标准。证监会作为官方权威制定了这些标准。采用这些标准计算的收益被称为报表收益，或报表利润。这些数据在季报中发布给股东。

但是，FASB 也允许企业在提交报表时标出哪些是特别或额外的费用及收入。因为这些额外的科目在投资者判断企业所能创造的利润时是很重要的。由于股票价值取决于未来收益，那么判断出哪些是永久性收益哪些是暂时性收益就很重要了。举一个例子，如果一只股票的市盈率为 20，那么收益的永久性变动将会引起股价 20 倍的变动。但是，如果收益的变动是由于特别原因引起的暂时性变动，而长期收益和现金流预计将保持不变，那么股价就不应该受很大影响。

企业还经常使用营业收益/利润来衡量当前的收入和费用，这个指标可以矫正那些只出现了一次而被名义报表利润误解或遗漏的项目。但是，公认会计准则没有对营业收益作出定义。由于没有统一的标准，那么在计算营业收益时，企业就有足够的自主权来决定哪些是特别收入或额外支出。企业常常将重组费用、投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利得或损失、存货账面价值损失、实施并购和让产易股的费用、商誉的摊消和其他代表营业收益的科目排除在报表收益之外。

在 1989 年之前，企业很少将特别的科目排除在报表收益之外。从 1970 年到 1990 年，报表收益只比营业收益低 2%。但是 1990-1991 年的经济衰退是一个转折点。很多企业忙于重组，中止了不盈利的运营，注销了同重组项目相关的费用，剥离了部分固定资产。

这些费用引起了报表收益的明显下降，但是华尔街很热心地对待这些收益的消失。投资者认为这是企业承认亏损的表现，对企业的进一步发展是有利的。投资者的积极反映刺激企业继续实施重组并摊消他们认为是一次性的费用。1991 年以后，营业收益和报表的平均收益差额达到 12%，比以前高 6 倍。这个差额在 1990-1991 年和 2001-2002 年经济衰退期间尤其明显。

有关衡量企业价值的恰当方法的争论并不只是关于哪些科目应该包括在营业收益中，而哪些又不应该。在高科技公司普遍采用的期权常常会少计人力成本而高估净收益。而实际上高科技企业成本中研发成本占很大比例，因此有一种观点就是，某些成本应该被资本化，并随着时间的推移逐渐摊消。但是美林公司在 2000 年做了一个关于高科技公司的详细研究，研究表明采用收益的一般方法衡量的企业收益被高估了约 25%。[14]

总收益的预测

华尔街预计未来收益时总是预计营业收益，因为分析师不能预测企业何时会发生哪些特别的费用。像标准普尔 500 指数那样预计大量股票的未来收益时，一般会采用两种不同的方法。第一种是自下而上的收益预测法。第二种预测总收益的方法称之为自上而下的收益预测法。经济学家预测诸如国内生产总值、失业率

14 Gary Scheineman, Steven Milunovich, and Lisa Liu, “Quality of Technology Earnings,” Merrill Lynch & Company Global Securities Research and Economics Group, June 19, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和利率等这些宏观经济变量，并使得这些预测值能够衡量总收益的趋势。经济学家就通过这些变量的预测来表达该方法。这两种预测方法有明显的不同点。

自下而上的预测法源自于独立分析师的预测，这样的预测结果总是太高。这可能是因为分析师的结果是基于企业管理层对未来盈利能力评估，而这样的预测总是显得过分乐观。2002 年 1 月，同样是预测该年标准普尔 500 企业的总收益，自上而下的预测法的结果要比自下而上的预测法的结果高出 20%。

除非是经济处在一段收益异乎寻常的高增长期，自下而上收益预测法的结果一般应该降低一点。自上而下预测法相比来讲显得更加实际一点。但是这种预测法忽视了企业正在采用的节约成本、提高生产力的新方法，这些新方法从过去的数据中是很难发现的。投资者应该采用两种预测方法，建立一个未来总收益的波动区间，以准确地描述出像 2001 年那样的突发事件引起的收益波动，因为那些无法预料的事件经常导致收益预期大范围偏差。

收益质量和回报率

随着创造性的收益管理越来越流行，我们必须更加关注收益的质量。有证据证明，收益质量高的企业回报率要高于收益质量低的企业。衡量收益质量的一个方法是计算企业的应计收益，它可以定义为会计利润和现金流的差额。一个应计收益很多的企业可能粉饰了它的收益，也可能是经营不善的危险信号。相反的，一个应计收益很少的企业应该没有粉饰它的收益，也可能是企业持续强势和繁荣的信号。[15]

账面价值、市场价值和 TOBIN'S Q

企业的账面价值就等于以历史成本衡量的资产减去负债。但是用账面总价值

15 K. Chan et al., “Earnings Quality and Stock Returns,” NBER Working Paper No. 8308, May 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来衡量企业的总价值有很大的限制，因为账面价值是采用历史价格来计算的，忽略了资产和负债价值价格变化的影响。如果一个企业以100万美元购买了1块土地，目前价值1000万美元，但是账面价值不能反映出这一变化。随着时间的推移，以历史价值计价的资产越来越不能作为目前市场价值的衡量标准。

为了矫正这些偏差，耶鲁大学教授、诺贝尔奖获得者 James Tobin 为账面价值作了通货膨胀调整，并计算出资产负债表中资产和负债的重置成本。[16]他提出了一个理论，认为企业"均衡"的或者"正确"的市场价格应该等于经过通货膨胀调整的资产减去负债。如果企业的市场总价值超过了资本成本，那么企业发行新股、筹集更多资本是有利可图的。如果企业的市场价值低于重置成本，企业最好进行剥离并出售资产，或者停止投资削减生产。

Tobin 使用字母 Q 代表市场价值和重置成本的比值，并认为如果能够正确衡量股票市场价值的话，企业的这个比值应该为 1。图 6-3(A)反映的是 Tobin's Q 的历史数据。这个比值的波动幅度 0.33(1920 年)~1.83(1999 年)，平均值为 0.72。

1999 年，英国的 Andrew Smithers 和 Stephen Wright 出版了一本名为《估价华尔街》(Valuing Wall Street)[17]的书，该书认为 Tobin's Q 是估价的最佳方法，但是用这种标准衡量的美国股市价值(英国和很多其他欧洲股市也一样)也被严重高估了。有些人认为这个 Q 值应该小于 1，因为旧的资本不可能具有新置办的资本那样的生产力。[18]如果这样的理解正确的话，20 世纪 90 年代后期的市场价值被高估的程度就更严重了。

16 "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit, and Banking* 1 (February 1969):15–29.

17 Andrew Smithers and Stephen Wright, *Valuing Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 2000).

18 这是因为在平衡的状态下，资本的边际生产率应该等于重置成本，而股票市场衡量的却是新旧资本的平均生产率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

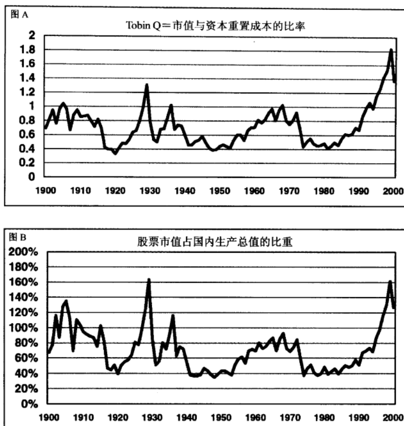


图 6-3 市场价值、重置成本和国内生产总值

但是，对 Q 理论的批评意见也有很多。资本设备和资本结构缺少一个很好的二级市场，因此实物资本价值就缺少实际的衡量途径。而无法衡量智力资本可能是一个更明显的缺点。微软的账面价值大约为 500 亿美元，而其市场价值是这个数字的 7 倍。实际上，大多数高科技企业的价值应该包含他们的智力资本。

Smithers 认为智力资本的存在不能作为账面价值和市场价值间差额的解释。虽然企业可能拥有自己的商标和专利，但是它没有企业家、工程师或者其他有想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法的员工的所有权。只要劳动力市场是充分竞争的，生产中人的因素就像实物资本一样要求支付市场价值。随着20世纪90年代末兴起的高科技发展浪潮，为了保证企业的核心员工不被其他企业挖走，员工股票期权被广泛采用。

这种做法被广泛采用，但只是某些企业在培养和留住有能力的员工方面做得比较成功。通常情况下，员工通力合作要比各自单干为企业创造更多的价值。而有些企业就不能营造这样类似的富有创造性的环境。美国在从世界各地挖掘人才方面的能力能为股东创造价值，这个价值要远大于雇佣员工的成本。[19]

在长期的角度来看，有形和无形资产的市场价值肯定等于资产的重置成本。但是，账面价值是一个过去的概念，而市场价值是来源于对未来的预期收益。在购买了这些资产的企业看来，在衡量企业的股票价值方面，资产的未来收益要比资产的历史成本拥有更准确的依据。

相对于国内生产总值的市场价值

在衡量股票的市场总值时，国内生产总值是一个比账面价值更常见的指标。国内生产总值虽然有它的缺点，但还是被看作衡量经济总产出的最佳指标。有关企业的市场价值和总产出是有某种关系的假设还是有道理的。图 6-3(B)显示了1900年以来股票的市值和国内生产总值的比值。

股票的市值与国内生产总值的比值的理论值和经验值都超过了1。股权资本价值是一个资产负债表科目，而国内生产总值是一个全年的概念。很多企业的资产要超过其一年的销量，因此资本总价值要超过产量是很正常的。

但更重要的是，股权资本只是总资本的一部分。债权融资和股权融资构成了总资本，他们之间的构成比例一直在变动。在20世纪90年代利率下降时期，企业提前偿还高息债券、降低负债比例，这一过程被称为企业减少杠杆举债

19 当然，有人会为那些创造了更具生产率环境的企业回击说，有些企业会因为没有成功的环境、支付过多薪水和浪费智力资源而走向衰亡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(deleverage)。企业减少杠杆发债增加了股权价值，减少了债务价值，但是保证了企业总价值不变。随着市场的进一步活跃，更多的企业成了上市公司。这样即使企业的总价值保持不变，它们股票的市场价值也会增加。

表 6-2 不同国家市场统计汇总

(市值和国内生产总值的比值，市盈率，股息收益率，2001 年 12 月)

统计量	美国	日本	德国	英国	香港	瑞士	意大利
MV/GDP*	117%	68%	82%	185%	382%	366%	70%
P-E**	29.9	64.4	52.2	33.3	15.1	16.2	17.1
Div.Yid.**	1.81	0.84%	3.14%	2.91%	2.81%	1.27%	2.08%

* 2000 年 12 月 31 日的市场价值/GDP 数据。

* 以过去 12 个月的收益和股利为基础的利润－收益和股息收益。

而且，市场总价值和国内生产总值的比值在各国也有很大的不同。跨国企业的总部可能设在某国国家，但是它的销售机构遍布全球。因此，随着国际贸易的发展，对于一个国家的市场价值和国内生产总值越来越没有关系的现象毫不奇怪。从表 6-2 可以看出，在香港交易的股票价值将近是国内生产总值的 400%，而在意大利和日本，这个比值将近 70%。但是香港在这 7 个国家或地区里市盈率最低，股息收益率居第三。公开上市企业的资本结构和公司分布的不同导致了这些国家间的巨大差异。[20]

美联储衡量市场价值的方法

1997 年的早些时候，美联储主席阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan)在考虑不断上升的股票市场对经济的影响。为了响应他，美联储的三名研究员写了一篇题

20 像标准普尔 500 指数或是道·琼斯工业股票指数与 GDP 或其他宏观经济变量的比值是几乎没有什么意义的比率。股票指数反映的是普通股个股的平均价格而不是价值。随着时间的推移，股票的数量由于企业的股利政策或是回购政策而上升或下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为“收益预期与股票回报率的预测：来自于标准普尔的证据”（Earnings Forecasts and the Predictability of Stock Returns: Evidence from Trading the S&P）[21]的论文。这篇论文论述了股票收益率和30年政府债券利率之间的显著关系。这里的股票收益率定义为标准普尔500指数中企业的预期营业利润（据I/B/E/S报道，I/B/E/S是一个收集、发布分析师的收益预期的公司）与标准普尔500指数企业的市值之比。收益率（就是市盈率的倒数）就是投资该股票一美元的当前收益。

格林斯潘每半年要在国会发言一次，那一年的演讲暗示了当股票收益率低于债券利率时，央行就认为股市过热；而股票收益率高于债券利率时，央行就认为股市价值被低估。格林斯潘的分析显示1987年8月股市过热到了顶点，1987年10月随即发生了股市大跌；20世纪80年代初期是对股市最严重的低估，那正是大牛市的开端。

美联储衡量方法的基本前提为：债券和股票是投资组合中主要的选择对象。债券的回报率定义为利息率，股票的回报率定义为收益率。当利息率高于收益率时，股票价格将会下降。因为投资者会将他们的投资组合偏重于债券。另一方面，当利息率低于股票收益率时，投资者将转向股票，加速股票价格的上升。

机构投资者很多年来一直利用利息率和收益率的关系来决定持有资产的比例。美联储衡量方法的独特之处在于它不仅说明了两种收益率的相关性，还比较了两者的不同点。图6-4列举的1970年以来的数据，表明美联储的衡量方法一直有效。一旦利息率下降，股票收益率就紧接着下降，反之亦然。

虽然股票和债券是两种完全不同的资产，但是令人奇怪的是它们的这种关系一直能够保持。债券，尤其是政府债券，能够保证按时支付确定数量的现金。而股票在保持实际资产价值方面有优势，它会随着物价变动而变动。这个美联储方法一直有效的原因是，当通货膨胀成为一个重要因素时，以上两种回报率的各自优势拥有相等的价值。

21 Joel Lander, Athanasios Orphanides, and Martha Douvogiannis, “Earnings Forecasts and the Predictability of Stock Returns: Evidence from Trading the S&P,” *Federal Reserve*, January 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

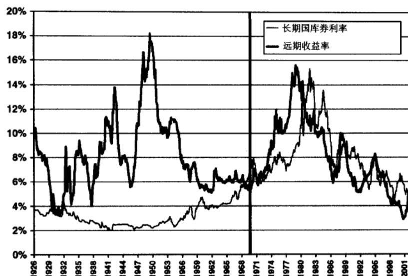


图 6-4 美联储关于股票市值的模型(1926-2001 年)

毫无疑问，在通货膨胀日益严重时，债券和股票都表现不佳。由于 20 世纪 60、70 年代的通货膨胀使得利率不断上升以弥补货币的贬值，于是债券的价格不断下跌。这一时期股票价格的下跌是有很多原因的。通货膨胀、能源成本上升、生产力水平停滞不前以及货币政策的不足，所有这些因素导致了股票价格的下跌。虽然企业资产、投资者资本利得会因为通货膨胀而贬值，但美国的税则不会因此作任何调整。因此，通货膨胀会使得公司利润和股票实际收益都缩水。央行为了平抑不断上涨的物价，一般会颁布紧缩的货币政策。但是通货膨胀最终仍会增加了政策的不确定性，并打击政策的有效性。这对股票而言也是一个负面影响。[22]

格林斯潘的前任美联储主席 Paul Volcker 在 1979 年整顿货币体系，为利率的下降奠定了基础。随后通货膨胀就得到了抑制。持续下跌的利率使得股票和债券

22 第 11 章将探讨股票为什么就在短期内规避通货膨胀有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格随着经济的增长而不断上升。因此，20 世纪 80、90 年代是通货膨胀下降后股票和债券发展的黄金时期。

但是，历史数据和理论都显示，当通货膨胀率很低或者消费价格停滞不前或者遭受通货紧缩压力时，美联储的衡量方法就失去效果了。在这种情况下，债券(尤其是无风险的政府债券)的表现很不错，而股票回报率则会有很强的不稳定性。图 6-4 显示，在 20 世纪 60、70 年代全面通货膨胀之前，债券的利息率和股票的收益率没有任何关系。

假设目前利率水平和通货膨胀水平降低到 40 年来的最低水平，股票投资者应该小心使用美联储的衡量方法。一般来说，只要美联储降低利率水平，股票就会受到欢迎。但是长期政府债券利率的下降预示着通货紧缩和经济的萧条。在这种情况下，企业很难提高其售价水平以收回成本。通货紧缩打击了企业的定价能力，进而影响它的利润。而且，由于企业很难说服雇员降低名义工资水平，因此通货紧缩增加了企业的实际工资成本，降低了企业的利润。在通货紧缩情况下，类似于债券的名义资产显得格外耀眼，而一些实际资产却深受打击。

除非通货膨胀率再次上升，否则过去 20 年内两种回报率显示出的强相关性就不太可能继续保持了。在低通货膨胀的情况下，企业的定价能力和盈利前景决定了股票的价值，而债券的价值决定于它对冲掉通货紧缩风险的能力。虽然在很短的时期内，不断上升和下降的利率水平是决定股票价格的重要因素(参见第 14 章)，但是随着投资者认识到两种资产的根本性差异，就会明白长期趋势下利率同股价的关系和短期下有所不同。

这些价值衡量手段说明了什么

虽然学术界和实业界对上述衡量市场价值的方法哪一个更好有广泛的争论，但实际上除了美联储的衡量方法，其他方法都颇为类似。图 6-5 显示的是 4 种衡量美国股市价值的方法：(1) Tobin's Q；(2) 市值和国内生产总值的比值；(3) 经过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀调整后的市盈率；(4) 偏离市场长期趋势线的简单衡量方法。

我认为，当投资者不考虑收益的波动性并集中考虑收益的长期趋势时，市盈率是一个较好的衡量方法。计算 5 年期的平均市盈率是一个提高衡量水平的方法。偏离市场长期趋势线的衡量方法效果与其他 3 种方法差不多，它阐述了牛市和熊市推动了这些衡量方法的发展。相对于股票价格，基础因素的变动十分不明显。因此，偏离市场长期趋势线的简单衡量方法实际上反映了所有的价值变动。

值得注意的是这几种方法看起来都很类似。前面 3 种提供了相同的信息：相对于经济基础，股票市场在 2000 年达到了顶点，而且未来的回报率会更低。第四种方法告诉我们无论经济基础怎样，股票价格都将下跌。

图 6-5 显示了不祥的预兆，图 6-1 也一样。在 1958 年，股息收益率历史上第一次明显低于政府债券利息率。长期大牛市随之而来。市场能够继续保持它的上升动力吗？还是会历史重演，股价再次下跌？这就是我们下一章所要研究的问题。

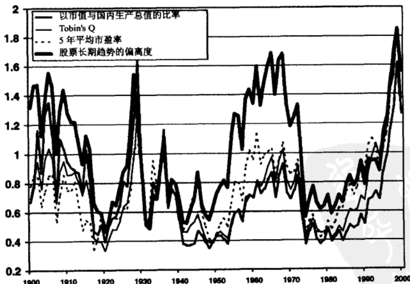


图 6-5 市场价值的衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

大牛市、新经济、老人潮和股票的未来收益

从 2000 年开始，“新经济”这个词变成了时尚词汇。它的突然出现给我们带来了美好的憧憬，以互联网为旗帜的科技进步更让我们有理由对未来的经济增长充满信心。

——罗伯特·舍勒(Robert SHILLER[1])

1982-1999 年的大牛市见证了美国历史上股票实际总体回报率最大幅的增长。尽管股票的每股实际收益只增长了两倍多一点，但股票的实际价格却增加了将近 6 倍。到 2000 年为止，用各种传统的衡量指标——如收益、股息、销售量、账面价值和重置成本——衡量的股市价值到达了历史的最高点。

随着股票市场在 20 世纪 90 年代的不断飙升，很多投资者认为极高的股票收益率是合理的，因为美国进入了一个科技高速发展的新时代，高科技带来了不断增加的企业利润，股价也随之上升，股票的高收益率是和这一切一致的。美林公

1 Robert Shiller, *Irrational Exuberance* (New York: First Broadway Books, 2000), p. 249.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司甚至在 2000 年 2 月发表了一份报告，认为新经济带来了有“创造性”的股价模型，因为互联网创造了本应存在的商业和人类本性之间的联盟。[2]到 2000 年 3 月为止，美国价值最高的 20 家企业中有 6 家的市盈率超过了 100，而在这之前从未有哪只股票达到这个水平。

尽管有科技股泡沫、经济衰退和 911 恐怖袭击等负面因素，但是平均股价相对于收益和股息还是保持在一个很高的水平。假如股票价格在过去的 20 年内上升很多的话，投资者会问：“股票的未来收益还有机会到达历史上 7%的实际回报率水平吗？”

新经济和收益增长

在 20 世纪 90 年代，“新经济”这个词就等同于科技的迅猛发展和结构的快速调整。很多投资者把新经济看作利润的源泉，不仅是因为企业生产硬件、软件需要采用新技术，而且因为企业采用新技术后会由于节约成本而获利。虽然在 2000 年和 2001 年的收益下降对科技领域来说不啻为一场大浩劫，但乐观主义者认为这对于充满光明的未来而言只不过是一个小插曲。

问题是几乎没有什么历史证据可以证明，科技进步可以对收益增长或股价上升产生永久性的影响。尽管每股实际收益只以每年 4.64%的速度增长，但 20 世纪 90 年代的十年是美国历史上经济长足发展的十年。而且未来收益增长受制于总体经济增长水平，总体经济水平只增长 3~4%却预计未来收益增长达到 10~12%是没有任何意义的。

企业利润和国民收入

比较国民收入和企业利润的长期数据就会发现，收益的增长率是很有限的。

2 见 2000 年 2 月 14 日美林全球基础股权研究部的报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-1 反映的是 70 年来企业税后利润同国民收入的比值，企业税后利润与经营收益或非企业经营利润之和同国民收入的比值。企业的利润率在 1929 年 10.60%的高点和 1932 年的低谷 -4.33%之间剧烈波动。在 2000 年，企业利润率高于长期的平均水平 6.8%，而在 2001 年经济衰退时发生下降。

虽然这些比率随经济周期波动，但很明显这些比率不如国民收入增长得快。如果企业利润率高于国民收入增长速度，这就意味着资本所有者在经济大餐中占据了增值部分，而劳动者只获得价值缩水部分。这样的情况会引起社会的不安定，人们会要求政府采取行动改变这样的趋势。

因此，实际国内生产总值就成了长期利润增长的上限。例如，若经济增长率为 3%，那么企业的长期实际利润增长率就不可能超过 3%。

实际上，每股实际收益的增长率是超过 3%还是低于 3%取决于该企业是股票的购买者(利用未资本支出的留存收益进行股票回购)还是股票的发行者(继续发行股票，实行股票期权等)。最近的资料证明，从 1995 年到 2000 年，企业都是股票的购买者。股票数量的减少使得每股收益每年增长 1~1.5%。[3]长期每股实际收益等于经济实际增长率加上发行在外股票数量减少的比率。因此，由于经济增长 3%，长期每股实际收益增长率的上限就是 4.5%。

实际收益增长率的上限也是股东预期回报率的上限。股票实际回报率就是股息收益率加上股票的溢价比率。如果市盈率保持不变，股票的溢价比率就等于股票每股收益的增长率。[4]作者认为 4.5%是长期每股收益增长率的合理上限。由于 2001 年的股息收益率是 1.5%，那么在此假设下的股票长期实际回报率就是 6%。

即使国内生产总值的增长促使新经济达到 4%的实际增长率，也不能保证获

3 Nellie Liang and Steven Sharpe, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns," *Federal Reserve* Board, November 1999.

4 股票回报率等于股息增长率(长远看来等于收益增长率)加上股息收益率，这种表达形式称之为Gordon模型，虽然它首先是由John B.Wiiliams推导出来的。参见M. J. Gordon and E. Shapiro, "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit," *Management Science* 3(October 1956):102–110.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得永久的增长，即便是对于股票价格也是如此。正如第 6 章所述，增长率的上升必须增加资本支出，而资本支出的增加会减少未来现金流。当企业和消费者在资本市场上争夺资金时，增长率的上升给利率带来了上升的压力。[5]而利率的上升又给股票价格带来了下降的压力。

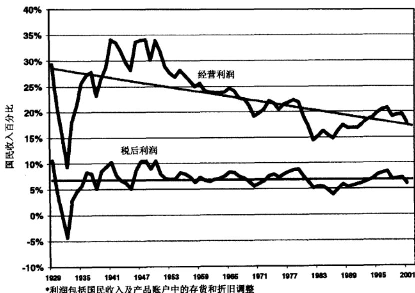


图 7-1 利润与国民收入的比值*，1929-2001 年

新经济产生的利润

以上的结论说明了在计算机、通讯、机器人技术和其他领域内的科技进步将极大地提高企业的经营效率。但是因效率的提高而产生的利润常常被证明是暂时

5 2000 年 3 月正式科技高潮的顶点，美国政府通货膨胀指数债券的实际回报率上升至 4.5%，比一年前或一年后高出 1 个百分点。这严重打击了非高科技股票的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。只要这些利润的源泉不是被一家企业独占，而是可以被其他企业复制和利用，那么超额利润将会因为竞争性的降价而消除。历史证明，科技进步的最终收益人是消费者，而不是企业。因为科技进步将带来物品和服务的价格降低。

当然，有些企业可以采用打造品牌、创建商标和专利、开展全球化业务以及其他方式无可比拟的效率提高方式，以此增加每股收益。但是，也有一些企业反对这样的做法，他们认为这样过度扩张了企业的规模，为获得资源而付出过多，而且浪费资本。在公认的未来世界的竞争性经济体系中，超额利润一定是个短期行为。

所有这些都没有否认在短期内，企业盈利比国民收入增长快或是慢。在一个经济周期以后，企业就可以挖掘潜力，降低固定成本并产生大量收入，因此经济增长会带来收益的快速增长。同理，在经济衰退时，虽然企业会降低生产成本，尤其是因衰退而未充分使用的资源的固定成本，但是由于产量处于更低的水平，因此衰退会降低企业利润。实际上，衰退会暴露出在经济繁荣阶段积累起来的低效率，要求企业实施成本节约，以此带来长期的效率增长。但是，随着经济的重新繁荣，前面提到的制约收益增长的长期因素又重现出来。

价值比率增长的因素

即使收益增长率在未来不能提高，当我们进入新千年时还是有很多有利因素提高股票价值比率的。而且我们有理由相信其中很多因素可以持续很长一段时间。

第 2 章中提到，历史上的股票是被低估价值的资产，然而相对于它们的长期风险它们又可以带来很高的回报率。对于 20 世纪 90 年代末股价上涨的一种可能的解释是股价被哄抬了。因为投资于上市公司被认为是长期投资中最有优势的投资方式。

但是，投资者并不是只在过去的 10 年间才认识到这一点的。在 20 世纪 20 年代和 60 年代末期，投资者也哄抬股价。只是前者被大萧条打压，后者因为创纪



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录的高利率和70年代的高通货膨胀率而被平抑。那有什么理由可以相信在这世纪之交时投资者的乐观看法是有道理的呢？

更稳定的经济

我很相信这一点，这是一个不可否认的事实。随着时间的推移，经济越来越稳定，这对于股票价格也是有利的。虽然政府还不能消除经济周期性地波动（也许永远也不能），但是政府已经能够阻止实际产出和通货膨胀的剧烈波动。这些因素使得股票成为风险更大的投资方式。

观察图7-2，它反映了1884年以来美国工业产量的变化。我们可以发现，随着时间的推移，尤其是在大萧条和1980年以后，经济波动明显减小。而且我们只观察了工业产量，忽视了具有高度稳定性的服务业领域，而服务业日益成为国内生产总值中重要的组成部分。[6]

可能有人要反驳这一观点，因为如果实际经济越来越稳定，那为什么股票回报率没有越来越稳定的趋势呢？在第16章中笔者将提到，股票回报率的波动性也在随着时间的推移而趋于稳定。部分原因是企业通过举债经营获得了经济稳定带来的好处。但更重要的是经济的稳定就意味着劳动力收入可预期，工人们就愿意拿出大笔储蓄投资于譬如股票等风险稍高的资产。[7]一个稳定的经济体系就意味着诸如政府债券这样的高度安全的资产的吸引力将逊色于股票这样的风险更高的资产。

6 对于这种波动性减少的确切原因有很多争论，一个相对让人满意的答案是：合适的货币政策以及经济生产从波动性较大的工业领域向波动性较小的服务领域转移。

7 参见 John Heaton and Deborah Lucas, "Portfolio Choice in the Presence of Background Risk," *Economic Journal* 110(January 2000):1–26。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

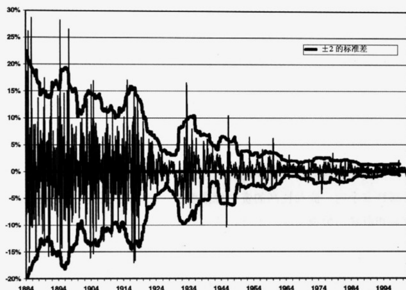


图 7-2 工业产量的月变化百分比，1884-2001 年

交易成本

股票交易成本的降低无疑促进了股票需求量的增加。第 1 章证明了在 19、20 世纪，以股票指数衡量的股票实际回报率大约是 7%。但是在 19 世纪和 20 世纪早期想要达到这个回报率水平虽然不是不可能，但确实是很困难的。

哥伦比亚大学的 Charles Jones 写文章分析了上个世纪股票交易的成本。[8]这些成本包括付给经纪人的佣金和股票买卖差额。Charles Jones 的分析显示买卖的单边成本从 1975 年末(取消佣金管制前)的 1%强降到了如今的 0.18%以下。

交易成本的下降意味着在 19、20 世纪的大部分时间内，购入并持有一个普通

8 参见Charles M. Jones, "A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs," June 2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股投资组合的价格每年可以下降 1~2 个百分点。当然，该投资组合必须按照指数回报率来复制。由于交易成本的存在，投资者在早年只能购入较少的股票，多样化的程度也有限，因此投资者将承担更多的风险。换言之，如果投资者想完全分散风险，那么他们的实际回报率就要低于降低交易成本后 5%的年收益率。

过去 20 年内交易成本的下降就意味着投资者能以较低的成本获得完全多样化的投资组合。[9]可以肯定的是，流动性资产的价格要比非流动性资产高。所谓流动性资产就是可以在公开市场上短期内以很低的成本迅速买卖的资产。在过去的两个世纪的大部分时间内，股票的流动性远不如今天。因此股票的价格就比像政府债券那样安全的、流动性高的资产价格要低。随着股票的流动性增强，它们相对于收益和股息的价值就应该上升。[10]

税收

在过去的 50 年内影响股票回报率的另一个有利因素是对于股票实施了优惠的税收政策。税收会影响股票价值，因为股票的很大一部分收益是通过资本利得的方式实现的，而适用于资本利得的税率要低于其他资本收益所适用的税率，比如债券利息税或租金收益税。目前资本利得税的上限是 20%，这是二战以后最低的税率水平。2001 开始，对于持有期在 5 年以上的资本利得税的上限为 10%，这是 1941 年以来的最低水平。[11]

资本利得税率较低，这给企业带来了好处。为了获得这些好处，企业会减少股息支出，使用留存收益进行股票回购或者增加资本支出。所有这些手段都会为股东产生未来的资本利得。在 2000 年，公司的股息支付率，也就是股息和收益的

---

9 对于某些小投资者而言，指数基金的成本每年只有 0.2%。参见第 20 章。

10 参见John B. Carlson and Eduard A. Pelz, "Investor Expectations and Fundamentals: Disappointment Ahead?" Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, May 1, 2000.

11 第 4 章有历史税率的详细介绍。二战前的联邦所得税确实很低(或者压根没有)。但是更低的资本利得税使得股票相对于其他资本形式更受到欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比值，跌到了历史新低32%以下。这是因为投资者获取税收优惠的愿望日益强烈。

另外一个同税务相关的有利条件是较低的通货膨胀率。很多时候我们的税则是根据通货膨胀率进行指数化处理的，税则包括税级、免税项目、减免标准等等。但资本利得税并不进行指数化调整。因此通货膨胀将股票使用的税率提高了一个税级。20世纪90年代较低的通货膨胀率降低了股票的有效资本利得税。

股票收益税收待遇的改变是促使税后收益的重要因素，这一点在第4章中已经详细描述了。资本利得税的降低、股息支付率的降低、通货膨胀率的降低相对于过去50年的平均水平来讲，给中上等收入的投资者带来的约1.5%的税后收益的增加。[12]

合理的市盈率

所有这些有利的因素对股票市场意味着什么呢？首先，它意味着14、15倍的历史平均市盈率在今天已不再适合。在第4章中，我计算了税收和通货膨涨对股票税后实际收益率的影响有多大。如果假设投资者为了应对税收和通货膨胀的变化而哄抬或者压低股票价格，我们可以计算出这些影响市盈率的因素变化了多少。[13]图7-3就反映了这一点。另外，如果我们综合考虑交易成本的下降，那么合理的市盈率是应该上升的。

税收、通货膨胀和交易成本这些因素可以用来解释市盈率在过去50年内的变化，图7-3就反映出这一点。我们可以发现合理的市盈率处于上升趋势。但是未考虑交易成本因素时，市盈率低于20倍；如果将交易成本下降因素考虑进去，市

12 参见Ellen McGrattan and Edward Prescott, "Is the Stock Market Overvalued?" *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, November 2000。这篇文章给出了另外一个关于税收刺激高股价的解释。作者认为免税部分股票比例的增加提高了税后收益水平和股价水平。

13 假设 $R_t(T_t, P_t)$ 等于税前回报率，该值的大小取决于税后参数T和在t时刻的股价水平P。如果我们假设P随着参数T的变化而变化，那么税后实际收益率 $r_t(T_t, P_t)$ 就是一个连续的 r^*（它取决于长期增长水平和经济的时间偏好），那么价格水平 P_t 就是 P_t T_t 和 r^* 的函数。（参见2000年Ellen McGtattan 和 Edward Prescott的文章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率就超过了20。

我们假设税收和通货膨胀无论什么时候发生变化，投资者总是追求相同的税后收益。但这样的假设的确会高估这些因素对市盈率的影响。但图7-3并没有包括其他影响市盈率的因素，譬如经济的高稳定性和对股票需求的增加。因此，我认为未来的股票市盈率应该比历史水平要高。当然，只要通货膨胀率保持低水平，税收政策保证优惠，那么市盈率低于20倍也是完全有可能的。

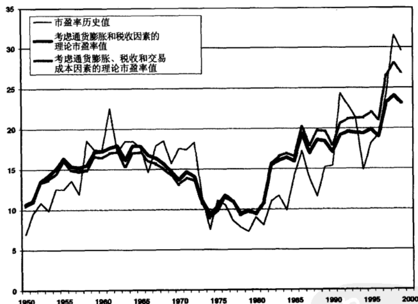


图7-3 实际市盈率和调整过的市盈率，1950-2001年

股票溢酬

在过去的200年内，股票的平均复利回报率高于长期政府债券的部分，也就是股票溢酬，将近3.5%。从1926年算起，这个溢酬将近5%。在1985年，也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是大牛市开始的时候，那时税收、交易成本、通货膨胀还没有变得对股票有利，经济学家 Rajnish Mehra 和 Ed Prescott 发表了一篇题为“股票溢酬：一个令人迷惑的问题(The Equity Premium: A Puzzle)”的文章。[14]在文章中，他们认为如果根据过去经济学家给出的风险与回报标准模型，那么就不能解释根据历史数据计算得来的股票和固定收益证券收益之间的巨大差距。他们认为这些经济模型应该将股票的回报率估计得低一些，或者将债券的回报率估计得高一些，或者同时调整。实际上，根据他们的研究，股票溢酬应该是一个百分点或者更低才是合理的。[15]

Mehra 和 Prescott 并不是怀疑股票溢酬过高的第一人。早在 50 年前，布朗大学的 Chelcie Bosland 教授认为，根据对股票回报率优越性的研究，股票溢酬应该缩小一些：

> 以下的观点看起来很荒谬，但事实确实如此。随着股票研究的深入，股票的优越性被越来越多的人认识到。但是这样在未来就没有机会从股票中获得大额利润了。由于这样的认识深入人心，使得股票购买价格节节攀升。这就失去了从本金获利、拥有高收益率的机会。这样的过程就使得股票投资不能获得大额利润，投资于其他证券的投资者就感到平衡了。[16]

联合企业金融作家 James Glassman 和经济学家 Kevin Hassett 在 1999 年出版了一本名为《道指 36,000》的书，进一步对比进行讨论。他们引用本书前两版中的结论：股票的实际收益和长期债券一样安全。他们认为股票溢酬应该为 0，这样道·琼斯工业指数就会飙升到 36,000 点！[17]

为了提出这样的观点，Glassman 和 Hassett 忽略了一些明显事实。虽然在长

---

14 Rajnish Mehra and Edward C. Prescott, "The Equity Premium: APuzzle," *Journal of Monetary Economics* 15(March 1985):145–162.

15 Rajnish Mehra 和 Ed Prescott 使用的是追溯到 1872 年的考列斯基础数据。在他们的研究中，他们没有提及股票平均回归的特性，而这个特性可能使得股票溢酬缩水更多。

16 Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment* (New York: Ronald Press, 1937), p. 132.

17 在他们的考察期内，债券的实际回报率是 2.9%，因此他们就断言股票远期实际回报率应该回落到这个水平。为了达到这个回报率水平，他们重新计算了市场的市盈率水平，认为市盈率应该马上上升至 100，因此道·琼斯工业平均指数达到 36,000 点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期看来，股票和名义债券一样安全，甚至更加安全，但是股票的安全性还是不能和政府新发行的通货膨胀指数债券相比。目前，通货膨胀指数债券的收益率为3.5%(在 2000 年 3 月的股市高点时甚至达到 4.5%)，这就是为什么投资者对股票的预期收益率要高于 3.5%的原因了。

但是，股票收益率应该比通货膨胀指数债券收益率高出多少呢？这个问题尚无定论。如果像 Mehra 和 Prescott 预计的那样，股票溢酬是 1%，通货膨胀指数债券回报率是 3.5%，那么股票的收益率就是 4.5%。是近年来对股票价值的高估使得股票收益率跌到 Mehra 和 Prescott 所分析的水平吗？

股票的未来收益

第 6 章中指出，股票将近 7%的长期实际回报率与平均收益率相当，平均收益率就是市盈率的倒数。本章论述到，有利的经济因素使得市盈率低于 20 倍，相应的收益率为 4%~5%。

未来股票的实际收益率有可能低于 4%~5%吗？这是很有可能的，但是在大量的利好因素面前，这样的预期显得太悲观。

股票实际回报率和收益率的比值取决于资本重置成本的市场价值。当出现 2001 年所发生的股票市值超过资本的重置成本(Tobin's Q 大于 1)的情况时，收益率就低估了未来回报率。[18]这是因为股票价值越高，为筹集资本所发行的新股就越少。而且，随着信息、通讯成本的迅速下降，提高生产力的资本投资总成本显著下降。这就保证了企业有足够的资金回购股票或者增加股息。

科技股股价暴跌的一个原因是对科技领域的过度投资，尤其是网络和电信领域。虽然这样的过度投资对提供这些技术的企业来说是很痛苦的，但是对使用这

18 股票预期收益率 r 和收益率之间的衡等式为 $r=EY+g(1-RC/MV)$。这里的 EY 是收益率(市盈率的倒数)，RC/MV 是资本重置成本和市值的比率。只要 $RC/MV<1$，r 就大于 EY。参见 Thomas K..Philips, "Why Do Valuation Ratios Forecast Long-Run Equity Returns?" *Journal of Portfolio Managemen* (Spring 1999):39–44。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些技术的企业来说是很有利的。资本的过度供给所降低的融资成本，增加了股东的未来收益。19 世纪 40 年代，英国掀起了投资修建铁路的热潮，以至于铁路过度修建。而这次的科技股热潮和当时的铁路热潮大同小异。虽然铁路股价暴跌，但随后越来越便宜、越来越迅速的交通运输给英联邦国家带来经济的高速发展。[19]

而且，美国还被认为是全球范围内的经济核心和新科技的孵化器。资金资本和智力资本都从国外涌进美国，因为美国经济的开放性和适应性就像一块磁铁吸引着企业，刺激着新世纪的经济增长。这样的资金资本、智力资本的流动不断在增加，因为很多发展中国家的经济政策不能保证经济稳定性，也不能促进企业家精神。不断增加的大量资金涌入美国以寻求安全的天堂，这也是促进美国股价上升的一个因素。

短期看来，在正确估计资本和劳动回报率的情况下，美国企业的利润也还是有上升空间的。在关于图 7-1 的讨论中，我们发现在 2000 年，企业利润相对于国民收入的比值就等于或微微高于它的历史平均水平。但是，假如一个企业的所有制从合伙制或私有制转变成公司制，我们就会预期公司的利润增加。但是事实上并不是这样。根据图 7-1 所述，资本的总回报，包括公司利润和所有者所得，都有一个下降的趋势。因此，资本总收益看起来并不是特别高，在劳动力收入受冲击前，企业利润还有一些上升的空间。

这些有利的因素能促使股票的未来收益大约能达到 6%，略低于股票的长期平均水平，但是高于 4.5%，这是以 20 倍以下的市盈率计算出来的收益率。这就是说未来的股票溢酬范围应该是 2%~3%，这相当于过去 70 年来平均水平的一半。

恐怖主义

美国和世界上主要发达国家都认为自己不是恐怖主义的目标，但是 2001 年 9

19 参见 Edward Chancellor, *The Devil Take the Hindmost* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 1999),Chap. 5。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 11 日，这样的幻想被打得粉碎。[20]不断严重的恐怖主义行动对经济主要有两大影响。第一，美国的国民经济构成会向军事和国防费用倾斜，以保护国内、国际利益。这些费用将降低生产力增长水平，因为对某些企业来说，国防是被看作生产流程中的初期投入，而并不包括在国内生产总值中。[21]而且不断增加的国防开支将提高产品价格，降低最终产出的产量。

在 9.11 恐怖事件以后，资本立即开始流入工业，以提供私人和公共安全的保障服务。即使这些产出可能没有计入国内生产总值，但它们的市场价值还是增加了。总之，“使用”国防的企业将会损失一些利润，而“生产”国防的企业将会获利。

恐怖主义的第二个影响是增加了不确定性的程度，因而股票溢酬也增加了。我们的经济主要是基于对消费者需求的预期。由于建造宾馆、形成固定航线都需要好几年的时间，如果消费者的兴趣突然从旅行中转移出来，那么投资于宾馆和航线的资本价值将大受打击。不可预测的消费需求就意味着投资于工业的资本减少了，而这些工业需要实实在在的投资。这也会导致股票风险溢酬的增加，因为公司利润的不可预测性使得投资者需要一个更高的股本收益率。

如果说恐怖袭击引起了股票风险溢酬的增加，我们将很难量化这些风险溢酬的增加额。美国在以前的打击下顽强地活了下来。从 1949 年苏联研制成功原子弹到 20 世纪 80 年代苏联解体为止，全世界一直笼罩在潜在的核威胁下。这种威胁在 20 世纪 50、60 年代发展到了顶点，而这 10 年却发生了经济的强劲增长和股票价格的上升。不断增加的安全需求，肯定减少了消费者的财富，但是它在股市价值上的影响并不是很明显。

20 这些因素对金融市场的短期影响将在第 13 章中探讨。
21 相比较而言，政府和消费者购买的证券都包括在 GDP 中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老人潮

某些预言家认为，相对于将要对资本市场形成的打击而言，以前所有出版物所提到的都是小菜一碟。这些预言家还认为，在人口统计学中称之为“老人潮”的现象使得股票价格在最近十年内明显飙升。[22]

事情是这样的：在 1946-1964 年出生高峰期出生(婴儿潮)的这一代人，出于退休的考虑迅速积累了大笔财富。他们的最高储蓄年份是在他们四、五十岁时，在这时候他们的抵押贷款都还清了，孩子的大学学业也完成了。很多人打算通过个人退休账户(IRA)、401(k)计划和 Keogh 计划为他们的退休积累免税的资产。

到目前为止，市场的表现对高峰期出生的人来说是不错的。在 20 世纪 80、90 年代，股票、债券回报率远高于它们的名义回报率。尽管 2001-2002 年经历了熊市，它们的价值还是高于实际资产的价值。很多人通过合理地安排退休金计划而正准备度过舒适的一生。

惟一的问题是当他们准备变现他们的资产时，股票和债券的凭证不能“当饭吃”。只要买方愿意放弃他们的当前消费，卖方就可以将资产转变成购买力了。过去的年青一代，也就是当前的中年人，都拥有足够的购买力去购买他们父辈的资产。但是，目前的情况发生了改变。几乎没有 X 一代(20 世纪 60、70 年代以后出生的人)有足够的财富以目前的价格购买他们父辈的股票、债券投资组合。图 7-4(A)说明的就是发达国家婴儿出生的波动情况。

目前婴儿潮问题重演着华尔街的老故事。一个经纪人推荐他的客户购买带有一点投机色彩的股票，因为它有很好的预期收益。投资者购买了这只股票，并在不断上涨的价位上重仓持有。他对这种情况非常满意，打电话给经纪人要求卖出所有的股票。他的经纪人气急败坏地回答：“卖？卖给谁啊？你是惟一的一个持续买入这只股票的人！”

这一声吼：“卖？卖给谁？”可能将在下个世纪一直萦绕在高峰期时出生者

22 参见 Harry Dent, *The Great Boom Ahead* (New York: Hyperion, 1994)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的心头。谁能购买高峰期时出生者这数千亿的资产呢？在 20 世纪后半叶横扫政坛、引导时尚、左右媒体的这一代人产生了老人潮效应，这个波动严重打击了金融资产。这个结果不仅对高峰期时出生者的退休金产生巨大破坏力，还会对整个人类的经济健康发展产生威胁。

斯坦福大学的 John Shoven 和怀亚特大学的 Sylvester Scheiber 分析了那些高峰期出生者的资产在下一个世纪积累和分配的情况。[23]图 7-4 (B) 显示的就是他们的分析数据和社会保障信托基金的数据。对于那些给 20 世纪 90 年代带来大牛市的养老金净流入而言，2018 年将会以社会保障信托基金的形式流出，再过 10 年将以所有养老金的形式流出。

社会保障信托基金偿还债务能力的不足引起了社会的广泛关注，有人提议采用私人储蓄来补充。图 7-4 说明了对高峰期出生者最严重的威胁不是信托基金是政府资产或私人资产，而是没有足够的购买力吸收资产。股票和债券巨大的卖盘压力预示着不断飙升的利息率和不断下降的证券价格。

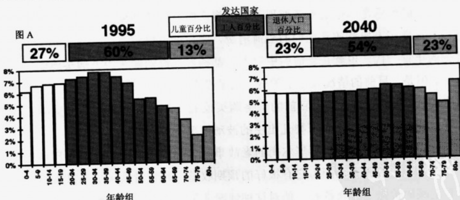


图 7-4 世界人口趋势与养老金现金流

23 参见 John Shoven and Sylvester Scheiber, "The Consequences of Population Aging on Private Pension Fund Saving and Asset Markets," in *Public Policy Towards Pensions*, A Twentieth Century Fund Book (Cambridge, MA: MIT Press, 1997), Chap. 7, pp. 219–245。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

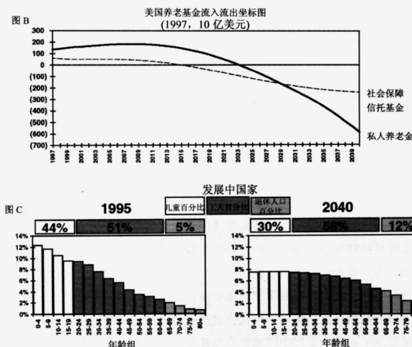


图 7-4 （续）

老人潮危机的解决方法

老人潮危机有潜在的解决办法吗？是的，有好几种。第一种方法依赖于经济的更高速发展。这可以通过让出生在高峰期后的一代人富裕起来以弥补他们人数上的不足，这样他们就有能力购买高峰期出生者的大量资产了。

下面的结论可能让人感到很奇怪，但这是根据社会保障信托基金所发布的数据得来的。如果生产力从不足 1.5%增长到 3.5%，那么信托基金将在 75 年内募集完成。目前还没有可以比较的数据看出经济增长将如何影响私人养老金。但是可以肯定的是，生产力水平增长得越高，对高峰期出生者资产的吸收能力就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越强。[24]

但是，完全依靠不断增长的生产力水平来解决长期年龄波动问题是很危险的。虽然大多数经济学家已经把他们对长期生产力增值水平的预计提高到了 2.5%，但几乎没有人认为生产力增长水平能在较长时间内保持 3.5%。

因此，单靠美国经济增长解决这样的危机不太可能。最可行的方法是利用全世界的经济。如图 7-4(C)，“老人潮”是发达国家很明显的现象。发展中国家，像印度、印度尼西亚和拉丁美洲国家，经历了人口不断增长的过程。半个世纪以后，发达国家 20~65 岁的工人将从人口总数的 60%下降至 54%。而高速发展的发展中国家这样的工人比例将从 51%增长到 58%。[25]

发展中国家的迅速崛起，是解决发达经济中老人潮问题的方法之一。如果发展中国家经济持续发展，那么他们就会向高峰期出生者出售产品，因此获得了吸收高峰期出生者资产的购买力。在 20 世纪 90 年代，发达国家的经济实力是发展中国家的好多倍，并向发展中国家提供资金以发展其工业和基础产业。随着发展中国家经济的发展，这些国家的公民会提高他们的生活标准和储蓄水平。如果这样的情况发生了，那么发展中国家就会偿还他们的债务，获取他们自有资本的所有权，最终可以购买发达国家资产的股份。

发生这样的情景并不是因为发展中国家正在变得和发达国家一样富裕，而是因为持续的全球经济一体化进程。贸易保护主义、进口限制或者其他阻碍产品、服务和资本在国家间自由流动的壁垒将严重削弱世界经济资产流动的能力。发展中国家增长速度的下降对于整个世界的资本市场起了很明显的负面作用。

---

24 保持较高的生产力增长水平有利于股价水平，这个观点似乎同作者前面的评论相互矛盾。前面的评论认为过去较高的生产力水平并不能引起收益快速的增长。但是，这里是从一个更长期的角度来看问题，以试图改善因为年龄的不匹配而导致退休资产受损的状况。如果 60、70 年代出生的人不能完全吸收婴儿潮时期出生者的资产，那么改善他们经济状况改善将有助于增加他们的购买力。

25 该数据来源于 United Nations, *The Sex and Age Distribution of the World Populations*, rev. ed. (New York: United Nations, 1994)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论

不难发现，那些有利因素在过去的20多年里把股票价格提升到了更高水平。通货膨胀问题的减弱，整体经济稳定性的增强和交易成本的明显下降都使得股票价格处于更高水平。

而且，从股利到资本利得的转变以及较低的资本利得税率也提高了股票价格。很明显，政策偏向能使得拥有税收优惠的股票得利。但是，高峰期出生的人会对未来几十年带来政策上的限制，他们会倾向于在股票市场上保护他们的收益。当然，只要世界上其他国家对生产力和人口问题重视起来，老人潮问题不会是个长期的负面因素。

但是，那些增加股票价值的经济因素是有他们实施成本的。不确定性因素的减少、较高的流动性、更优惠的税收政策和较低的交易成本，这些都是提高股票价格的因素，但它们使得股票很难再达到长期收益的历史水平。通过15倍的市盈率，股票很容易就获得7%的历史名义收益率。但是，那些有利因素会使得市盈率达到略小于20倍的水平。这样，股票的未来实际收益率将下降1~2个百分点。

而且，由于2001年9月的恐怖主义袭击，那么说将来没有什么事情可以动摇投资者信心还为时过早。虽然政策制订者在避免经济灾难(例如衰退和两位数的通货膨胀)方面更加熟练，但是未来的生化威胁或核威胁、全球化的瓦解甚至是难以控制的计算机病毒的不断传播都会导致股价螺旋式的下降。畏惧心理比历史上的经验教训更能影响人类的行动。

但是即使股票价格跌回到更低的水平，投资者还是有一线希望的。我们应该知道股票历史上的最佳回报率总是发生在经济危机之后，那时，投资者对企业的预期收益会变得很悲观。虽然熊市会带来很严重的短期痛苦，但这终对年轻的长期投资者来说最终还是很有利的，因为他们在较低的价位购入并持有股票。虽然现在的股票不能和过去的收益率相提并论。但是所有的证据都表明股票在长期水平上的表现明显地优于固定收益投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

大盘股、小盘股、价值型股票、成长型股票

证券分析不能放弃一般规则而去追逐某只股票的特殊情况。普通股的价格不是精确计算出来的，而是人们各种行为相互作用的结果。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德[1]

跑赢大市

投资者在选择回报率胜人一筹的股票时通常要考虑哪些因素呢？收益、股利、现金流、账面价值、资本额和过去的表现等等这些都是决定股票表现优于市场平均水平的重要指标。

但是金融理论一直认为，如果将所有定价标准都考虑成影响股票价格的因素，即资本市场是有效率的，那么分析这些基本层面的情况并不会提高回报率。更高

1 "Price-Earnings Rations for Common Stocks," ins Security Analysis, 2d ed. By Benjamin Graham and David Dodd (New York: McGraw-Hill, 1940), p.530.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的回报率就是意味着更高的风险，正确衡量风险的方法是整个市场股票回报率的敏感性分析，也就是众所周知的β系数。[2]β系数可以通过历史数据预测，它描述了某项资产回报率的风险，而这些风险不能通过多样化的投资组合来消除。那些可以通过这样分散投资而消除的风险(称为可分散风险或剩余风险)并不要求更高的回报率。

但不幸的是，β系数并不能完全解释单只股票或者股票组合历史回报率间的不同之处。1981年，芝加哥大学的研究生 Rolf Banz 利用证券价格研究中心提供的数据库分析了股票的回报率。他发现小盘股整体表现优于大盘股，即使是在经过风险调整以后，这里的风险是指在资本资产定价模型框架下的风险概念。[3]

小盘股的风险和收益

表8-1罗列的是从1926年到2000年9月在纽约股票交易所、美国股票交易所和纳斯达克股票市场上所交易股票的复利年利率。表中的数据根据各自的市值从大到小分成10个层次。前两个层次或者说前20%的企业，包括了市值在41.4亿美元以上的企业。这些企业的股票常常被称为大盘股，它们大部分是标准普尔500指数的成分股。第三行到第五行所列的是市值在8.4亿美元到41.4亿美元之间的企业，这些企业的股票被称为中盘股。第六行到第八行(1.926亿美元到8.4亿美元)的被称为小盘股，而最后20%企业的股票(市值在1.926亿美元以下)被称为微型股。[4]

2 很久以来，希腊字母在数学中一直用于标明回归方程中的系数。第二个系数β用来描述单只股票和市场的相关性。第一个系数α用来描述股票的历史平均回报率。

3 见 R. Banz, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock," *Journal of Financial Economics* 9(1981):3–18。后来进一步的研究表明小盘股的超额回报率同样也适用于国外市场，尤其是日本。对于国际收益率的精彩论述，请参见 Gabriel Hawawini and Don Keim, "The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings," working paper, Wharton School, University of Pennsylvania, May 1997。

4 这些公司价值范围的划分基于2000年9月的市值，随着整体市场水平的变化，价值范围也会相应变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 纽约股票市场/美国股票市场/纳斯达克市场股票长期回报率，1926-2000 年

（B＝十亿，M＝百万）

规模排序	几何平均回报率	年 风 险	β 指 数	2000 年 9 月规模最大的公司	2000 年 9 月总资产规模
最大	10.26%	19.0%	0.91	$524.35 B	$11,757B
2	11.32%	22.7%	1.04	$10.34 B	$1,797 B
3	10.59%	24.5%	1.09	$4.14 B	$865 B
4	11.52%	27.6%	1.13	$2.18 B	$547 B
5	11.32%	30.1%	1.16	$1.33 B	$400 B
6	11.31%	30.2%	1.18	$840.0 B	$287 B
7	10.99%	32.5%	1.24	$537.7 B	$222 B
8	11.27%	34.7%	1.28	$333.4 B	$138 B
9	12.59%	38.8%	1.34	$192.6 B	$117 B
最小	16.71%	49.3%	1.42	$84.5 B	$74 B

微型股的复利年收益率要比大盘股的年收益率高出 6.5%，同时小盘股的风险也更高一些。那些用 β 系数衡量的不可分散风险对于小盘股的超额收益来说还是不算高的。一些分析员认为小盘股优越的回报率是弥补买卖证券时高交易成本。这意味着对于弱流动性应有超额回报，最近的研究表明流动性是决定各股回报率的主要因素。[5]但是对于一个从不交易小盘股的长期投资者来说，交易成本并不是一个很重要的因素。小盘股回报率甚高的原因是很难从有效市场观点来解释的。

小盘股回报率的趋势

虽然小盘股的历史回报率从 1926 年以来就优于大盘股，但是随着时间的推

5 参见Lubos Pastor and Robert Stambaugh, “Liquidity Risk and Expected Stock Returns,” working paper, August 2001。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移，小盘股的超额收益却不可预期地起起伏伏。图 8-1 对 75 年来小盘股的收益率和标准普尔 500 指数进行了比较。[6]

小盘股虽然已经明显地从大萧条的打击中复苏过来，但是从二战结束到 1960 年为止，它的表现一直不及大盘股。实际上，小盘股的累积总收益(以市场总价值最后 1/5 来衡量)在 1926 年到 1959 年之间从未超过大盘股。甚至到了 1974 年末，小盘股的平均复利年利率也仅超过大盘股约 0.5%，并不足够弥补大部分投资者为此承担的超额风险和交易成本。

但是从 1975 年到 1983 年末，小盘股发生井喷。在这些年间，小盘股的年复利回报率达到 35.3%，超过大盘股 15.7%的回报率的两倍。9 年内小盘股的总体回报率超过 1400%。

1983 年后，小盘股经历了很长一段低糜期，表现不如大盘股。实际上，如图 8-1 所示，如果将 1975 年到 1983 年的 9 年排除出去，那么从 1926 年到 2001 年大盘股的累积总收益将比小盘股累积总收益高出 20%。

是什么原因导致了小盘股在 1975 年到 1983 年期间的优异表现呢？首先，在这个阶段的开始时期，美国的经济正从大萧条后最严重的经济下滑中复苏，而小盘股在走出萧条中表现尤其出色。第二，这阶段欧佩克油价的不断增涨严重打击了美国很多大企业，比如钢铁公司和汽车公司。因为这些公司的生产过程会消耗很多的能源。最后，由于养老金的管理者和机构经理人长期以来一直只持有大盘股，因此 “漂亮 50 股”的下跌使他们更关注小盘股，这些高成长性的股票在后来的牛市中极受欢迎。1974 年国会制定实施了雇员退休收入证券法案，这就使得将小盘股引入养老金多样化投资变得更加容易，那么小盘股的持有量就大大增加了。[7]

在 1975 年，投资者可以发现很多被低估的小盘股。到了 1983 年，很多小盘

6 1981 年以前小盘股指数就是取纽约股票交易所上市股票最后 1/5(20%)的股票组成。之后 1982-2000 年是用 DFA 小公司基金的表现来代替小盘股指数，2001 年又出现了罗素 2000 指数。

7 有些人坚持认为税率的降低也有助于小盘股的上升。但是个人股息收入所得税的下降要比资本利得税更多，这应该更有利于那些股息收益率更高的大盘股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股被高估了，而且在接下来的几年内的表现明显不如大盘股。如果不考虑 1975 年到 1983 年这个阶段，那么小盘股的表现从优于大盘股 1.74%变成了劣于大盘股 0.35%。

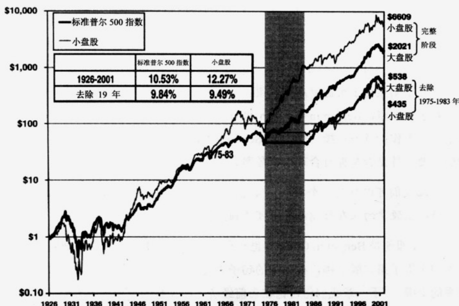


图 8-1 小盘股和标准普尔 500 指数回报率，1926-2001 年(分别含有和不含 1975-1983 年阶段)

为了证实 1975 年到 1983 年的不同寻常，计算机模拟了整个历史回报率的随机数据，然后分别分析了小盘股表现最优异的这 9 年内大、小盘股的随机数据。这些数据表现出来的巨大变化是不同寻常的，在计算机模拟中达到 7%。

小盘股回报率的不稳定并不意味着投资者就要避开这些股票。没有列入标准普尔 500 指数体系中的股票构成了整个股票市值大约 1/4。在第 20 章中将提到，未来指数的趋势可能会拉低大盘股指数的回报率。但是，下面我们将看到某些种类小盘股的表现明显优于其他股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以价值为基础的评价标准

市盈率

股票的市值大小并不是影响回报率的惟一因素。在 20 世纪 70 年代末期，Sanjoy Basu 在 S. F. Nicholson 1960 年成果的基础上继续研究，发现低市盈率股票的回报率要明显优于市盈率高的股票。[8]

对于这一点，Benjamin Graham 和 David Dodd 了然于胸。他们在 1934 年出版了经典著作：《证券投资分析》(Security Analysis)，书中讨论投资于某只普通股的必要条件是否是拥有合理的市盈率。书中讲道：

> 因此我们可以得到一个具有实际意义的结论，那些习惯于购买市盈率在 16 倍以上股票的人在长期看来很可能损失很多资金。[9]

但是，即使是 Benjamin Graham 也觉得那些高市盈率也是有必要调整的。1940 年他们出版了第二版书稿，在同样的句子中将 16 倍换成 20 倍，以此作为合理市盈率的上限。[10]下一章我们将讨论在当前经济下经调整的市盈率的类型。

股价与账面值比率

在以价值为基础的评价体系中，市盈率并不是惟一决定购买股票的因素。从 1980 年 Dennis Stattman 的论文到 1992 年 Eugene Fama 和 Ken French 的论文，很多学术报告提到，在预测股票未来回报率的截面数据时，股价与账面值比率要比市

8 参见S. F. Nicholson, "Price-Earnings Ratios," *Financial Analysts Journal* (July~August 1960):43–50; 以及S.Basu, "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratio: A test of the Efficient Market Hypothesis," *Journal of Finance* 32(June 1977):663–682。

9 参见Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1934), p. 453。

10 参见Graham and Dodd (1940), p. 533。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率更重要。[11]

Graham 和 Dodd 认为账面价值和市盈率一样是决定回报率的重要因素。60 多年前他们写道：

(我们)认为大家在买卖企业股票前至少要关注一下他们的账面价值……对于股票购买者来说，如果他认为自己足够聪明的话，他至少首先应该告诉自己实际能支付多少钱，而且还要明白把货币换成何种资产持有。[12]

价值型股票和成长型股票

那些股价与账面值比率和市盈率比较低的股票通常被称为价值型股票，而那些账面值比率和市盈率比较高的股票称为成长型股票。在 20 世纪 80 年代以前，价值型股票常常被称为周期性股票，因为市盈率比较低的股票通常是工业股票，而工业企业的利润与商业周期紧密相连。随着风格化投资方式的发展，专门关注这类股票的股权经理人不愿意接受“周期”这个说法，而更愿意称之为“价值”。

价值型股票集中于石油、汽车、金融和大多数公用事业领域，而成长型股票集中于高科技企业，像制药、通信和计算机领域。到 2001 年年底，总部位于美国前 10 大企业有 7 家(通用电子、微软、辉瑞制药、沃尔玛、英特尔、IBM 和强生)的股票可以认为是成长型的，而只有两家(埃克森美孚和花旗集团)是价值型的。而美国国际集团可以归为任何一类。

表 8-2 总结了 1963 年到 2000 年股票的复利年回报率，并按资本总额和账面价值与市值比值来排序。这些表格证实了 Graham 和 Dodd 所强调的以价值为基础的投资观点。价值型股票的历史回报率要超过成长型股票，而且这一点在小盘

11 参见D. Stattman, “Book Values and Expected Stock Returns,” unpublished MBA honors paper, University of Chicago, 1980; 以及E. Fama and K. French, “The Cross Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance* 47(1992):427–466。

12 参见Graham and Dodd (1934), pp. 493–494。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股中尤其明显。盘子最小的价值型股票的年回报率达到 23.26%，是表中所列 25 种回报率中最高的。而盘子最小的成长型股票的年回报率只有 6.41%，是其中最低的。随着企业规模的变大，价值型和成长型股票回报率之间的差额变得越来越小。盘子最大的价值型股票年回报率是 13.59%，而盘子最大的成长型股票的年回报率是 10.28%。

表 8-2 股票的复利年回报率(1963 年 7 月-2000 年 12 月)

完整阶段		规模				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面价值与市值比	价值型	23.26%	15.94%	17.44%	16.18%	13.59%
	2	20.40%	15.23%	14.60%	15.18%	11.27%
	3	18.03%	13.96%	14.75%	11.39%	11.02%
	4	12.87%	11.99%	11.83%	10.37%	12.13%
	成长型	6.41%	5.15%	5.93%	10.71%	10.28%

去除 1975-83 年		规模				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面价值与市值比	价值型	16.90%	10.27%	12.80%	12.40%	11.11%
	2	13.85%	9.96%	10.56%	11.88%	9.09%
	3	11.54%	8.26%	9.46%	7.99%	8.90%
	4	5.43%	6.71%	6.57%	6.86%	11.60%
	成本型	-0.76%	0.13%	1.41%	8.64%	10.24%

关于为什么成长型股票的表现不如价值型股票，有一个理论是：投资者对收益迅速增长的企业前景看好，认为股票将来会大幅上升。像英特尔和微软这样的“神话股”在过去保证了不断上升的回报率，这就获得了投资者的喜好。而那些回报率固定、没有令人兴奋的增长率的企业就被人忽视了。这种表现理论将在 19 章中进一步讨论。另一个更加符合经济学的理论是：价值型的股票有更高的股利，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而股利适用的税率要比资本利得适用的税率高。因此，价值型股票必须拥有更高的回报率以此弥补它们的税收损失。但是税收因素并不能解释小盘价值股和小盘成长股之间巨大的回报率差额。

长期看来，成长型大盘股和价值型大盘股收益率之间的差距起伏不定。成长型股票在 20 世纪 60 年代后期开始获利，到了 1972 年的 12 月达到顶峰，当时是“漂亮 50 股”获利最高。关于“漂亮 50 股”，将在第 9 章中分析。当投资者大量抛售“漂亮 50 股”时，成长型股票相对于价值型股票进入了一个漫长牛市。发生这种情况的一个原因是作为价值型股票的石油类板块的股价受欧佩克油价上升的影响而起伏不定。从 1982 年开始，成长型股票相对于价值型股票开始获利，在 1990 年到 2000 年的科技迅猛发展时达到顶峰，只有当人们的狂热平息后才下跌。事实上，成长型大盘股在 1963 年后将近一半的时间内的表现要优于价值型大盘股。另外一个令人感到奇怪的结果是，价值型大盘股和成长型大盘股收益率之间的差异大部分发生在一月。[13]这一点将在第 18 章中叙述。

总部设在加利福尼亚的 BARRA 股票分析公司将标准普尔 500 指数中的企业分为成长型股票和价值型股票两大类。这些股票以公司的市值与账面价值比率为基础的话有相同的价值。[14]图 8-2 反映的是 1974 年 12 月 31 日以来成长型和价值型股票总值指数累积回报率的比值。1974 年 12 月 31 日是首次计算这个指数。由于资本升值，成长型股票在 37 年间拥有 11.06%的回报率，高于价值型股票 0.31%。但是，价值型股票的股息收益率高于成长型股票 2%。如果将股息收益率也考虑到总回报率中，价值型股票拥有 15.65%的年回报率，高于成长型股票 1.9%。

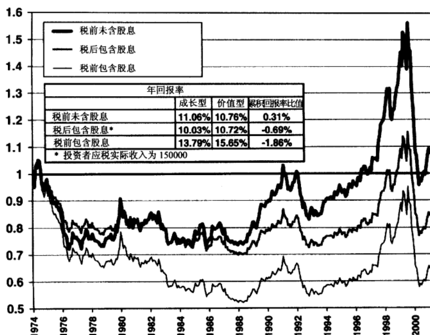
但是，对于应税投资者来说，成长型股票和价值型股票的累积回报率在过去 27 年来的差异是微不足道的。由于在大部分时间内股息收入所得税要远高于资本利得税，对于适用中上等收入水平税级的投资者来说，他们投资价值型股票的平均

13 参见 Tim Loughran, “Book-to-Market Across Firm Size, Exchange, and Seasonality: Is There an Effect?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32(September 1997):249–268。

14 由于成长型股票拥有更高市值的趋势，在 2001 年末，成长型股票指数包括 146 家企业，而价值型股票指数有 354 家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年回报率是 10.72%，而投资成长型股票的回报率是 10.03%，差额只有 0.69%。[15]



年回报率			
	成长型	价值型	累积回报率比值
税前未含股息	11.06%	10.76%	0.31%
税后包含股息*	10.03%	10.72%	-0.69%
税前包含股息	13.79%	15.65%	-1.86%

* 投资者应税实际收入为 150000

图 8-2　标准普尔 500 股票中成长型和价值型股票总值指数累积回报率比值，1975-2001 年

而且，最近几年成长型股票相对于价值型股票发生了前所未有的波动，这同历史数据严重不符。对于那些在 1975 年开始投资的人来说，20 世纪 90 年代末的科技泡沫使得 1999 年 9 月到 2000 年 9 月内成长型股票的税后回报率高于价值型股票的税后回报率。但是，一旦泡沫破灭了，成长型股票的回报率又迅速地跌落到价值型股票的回报率之下。

应该注意的是 1975 开始计算的成长型股票和价值型股票指数对价值型股票非常有利。1975 年到 1977 年，价值型大盘股的表现要明显好于成长型大盘股，

15 这个结果的前提假设是成长型投资者的持有期平均为 3 年。持有期越长，成长型股票和价值型股票回报率的差额越小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时不断飙升的油价使得石油和能源类企业(一般认为是价值型股票)的股价一飞冲天。1982 年 8 月，大牛市开始了。成长型股票和价值型股票投资者的累积回报率就几乎差不多了，即使是在 2000 年到 2001 年成长型股票大幅下挫以后。

成长型股票和价值型股票的本质

在考查成长型股票和价值型股票时，投资者应该牢牢记住“成长”、“价值”这样的名称并不是企业产品或是其所处行业与生俱来的。企业的市场价值决定了这些名称，而其价值是相对于一些譬如收入和面值这样的基本变量而言的。

因此，技术设备制造商常常被认为是具有高成长前景的企业，但如果他们不再受市场追捧而以低账面市值比率出售的话，他们的股票实际上应该作为价值型股票。相反的，汽车制造商常常被认为成长前景有限的成熟产业，但如果他们的股票受追捧的话，应该被视作成长型股票。事实上，由于时间的推移，很多股票随着他们市场价格的波动而不断地在价值型股票和成长型股票之间变换着角色。

这意味着那些描写价值型股票优于成长型股票的文献不再认为股票会因为不合理的乐观主义或悲观主义而定价过高或过低，因为它们最终会回归实际价值。这就意味着被称为成长型企业的行业的表现不一定会差于被称为价值型企业的行业。毫无疑问，无论投资者购买什么股票，他们总是会考虑估价。在第 9 章，我们将讨论成长型股票的长期回报率，这些股票在 20 世纪 70 年代初和 1999 年到 2000 年的科技股浪潮期间引起了投资者极大的兴趣。

股息收益率

另外一个受大家推崇的以价值为基础的选股标准是股息收益率。20 多年前 Krishna Ramaswamy 和 Robert Litzenberger 所作的研究确立了股息收益率和未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益间的关系。[16] James O'Shaughnessy 近些年来的进一步研究表明从 1951 年到 1996 年间，股息收益率最高的 50 只股票比大盘股的平均年回报率高出 1.5%。[17]第 19 章将会肯定一种投资策略，该策略主要投资于道·琼斯工业平均指数中收益率最高、表现优于市场的股票。

税收可以部分解释股息收益率和回报率之间的关系。就像在第 4 章中所述的，股息并不享受税收优惠，而资本利得可以给投资者提供税收优惠待遇。因此，股息收益率越高的股票必须支付越多的税前回报以弥补股票持有人支付所得税的差额。值得注意的是近期大多数像 O'Shaughnessy 这样的研究不再考虑公用事业股票，这些股票到目前为止的股息收益率最高，但它们的股票价格在过去十年的表现远不如市场水平。

表现糟糕的企业

尽管较高的回报率是由价值型企业提供的，但是有一些处于困难中的企业却能获得最高的回报率。很多处于困难中的企业收益为负，它们的账面价值为零或者负数，也不支付股利。研究表明当账面价值或收益与价格的比率下跌时，股票的回报率也将下跌。但是当账面价值或收益变成负数时，股票价格就会迅速下降，使得于未来收益率上升。

同样的问题也出现在股息收益率上。正如前面所提到的，股息收益率越高，未来回报率也越高。但是那些不能支付股息的企业却拥有最高的未来回报率。

20 世纪 20 年代的金融作家 Kenneth S. Van Strum 写了一本名为《购买力投资》(Investing in Purchasing Power)的书，书中第一次提到了不支付股息的股票高额回报率的问题。

---

16 参见Robert Litzenberger and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*(1979):163–195。

17 James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street*, rev. ed. (New York: McGraw-Hill, 1998),pp. 143–156.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本来预期是只能在投资级股票中发现这样的高额回报率，但 Van Strum 却很奇怪的发现了完全相反的结果。在他的一个研究中，他分析了如果一个普通股投资者只购买不派息而且股价在 50 美元以下的股票会发生什么情况。当时这样的股票是被看作低价的投机性股票。他总结说：

> 这样的低价普通股（不派息且股价低于 50 美元）不仅可以使得股票投资者毫无损失地保持购买力，而且在所有投资中变现最佳。[18]

实际上，Irving Fisher 在给 Van Strum 所作的序言中提到："这样的结果（不派息的股票表现最佳）和这个研究中其他令人奇怪的结果一样让人感到惊奇。"[19] 最近的分析表明 Van Strum 的发现一直到今天还是这样。

大多数收益率或账面价值为负数的股票都经历了非常不利的财政情况，它们的价格都大幅下跌。当坏消息传来时，很多投资者都迅速地抛售这些股票。这样经常会使得股票价格跌到其价值之下，而股票价值是由其未来前景决定的。很少有投资者能在这样不利的情况下发现熊市结束时的机会，而为自己或他们的客户作出正确的股票购买决定。

首次公开发行上市

首次公开发行上市（IPO）总是让投资者为其着迷不已。每一个新上市公司都被赋予极大的热情，希望他们能够成为下一个微软或是英特尔。对首次公开发行上市的巨大需求意味着大部分股票在向二级市场开放后的价格会一路走高，这使得以发行价购得股票的投资者立即获利。由于这个原因，很多投资者都尽可能多的寻求获得首次公开发行上市的股票，而承销商会定量配售给经纪人企业和机构投资者。福布斯杂志对 1990 年到 2000 年的首次公开发行上市股票的长期收益率做了一

18 Kenneth S. Van Strum, *Investing in Purchasing Power* (New York: Barron's, 1925), p. 232.
19 *Ibid.*,p.vii.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个研究，结果是以发行价获得 IPO 的投资回报率每年比标准普尔指数高出 4%。[20]

但是，很多投资者忘记了大多数的 IPO 在发行后就完全不按照他们的承诺进行运作。Tim Loughran 和 Jay Ritter 做了一个研究，他们追踪每一个在 1970 年到 1990 年间上市并续存到今天的公司(大约有 5000 家)。[21]那些在交易的第一天以市场价格购买并持有股票 5 年的投资者会获得平均 11%的年回报率。而那些在同一时间以 IPO 的形式购买同一企业股票的投资者就获得平均 14%的年回报率。这些数据没有将 2001 年 IPO 价格大幅下跌包括在内。

在 20 世纪 80 年代，首次公开发行上市后第一天的投资回报率是 7%。而从 1990 年到 1998 年，这个回报率就翻番到了 15%。但是在 1999 年到 2000 年的互联网泡沫期间，第一天的回报率猛升到 65%。最吸引人的 IPO 是一家软件公司 VA Linus。它于 1999 年 12 月 9 日以每股 30 美元发行，第一天以 239.25 美元收盘，最高达到 320 美元。在 2001 年 9 月该股票价格跌到 76 美分的最低谷，到了 12 月该股票还在 3 美元以下进行交易。

互联网概念 IPO 的市值在科技概念狂潮中达到最顶峰。当思科于 1990 年 2 月上市时，它的第一天的市值达到 2.87 亿美元。思科发布年报，它全年销售额为 0.697 亿美元，利润为 0.139 亿美元。将近 10 年后，也就是 1999 年的 10 月，Sycamore 网络和 Akamai 科技分别以 140 亿美元的市值、0.11 亿美元的销售额和 140 亿美元的市值、0.013 亿美元的销售额上市。但是首次发行价格最高的是 Corvis 公司。这家网络公司在 2000 年 7 月 28 日上市，虽然它没有一分钱的销售额，而且在之前的 12 个月内还有 0.72 亿美元的亏损，但是它第一天的市值却达到 287 亿美元。该股票交易第一周以 108 美元的最高点收盘，而到了 2001 年 12 月，Corvis 的股价仅为 2.50 美元。

IPO 市场给我们的教训是显而易见的。如果你能以发行价购得首次公开发行

20 Scott DeCarlo, "A Decade of New Issues," *Forbes*, March 5, 2001.

21 参见 Jay Ritter, "The Long Run Performance of IPOs," *Journal of Finance* 46(1) (March 1991):3–27; 以及 Tim Loughran and Jay Ritter, "The New Issue Puzzle," *Journal of Finance* 50(1) (March 1995):23–51. Data 。作者已进行了更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，那么这通常是(并不总是)一笔划算的买卖。但是千万不要继续持有它！它接下来的表现几乎总是让你感到失望。

投资策略

基金经理人不断地在小盘股、大盘股、成长型股票、价值型股票之间进行换手，这样的“风格化投资”在华尔街全面盛行。历史数据似乎显示小盘股的表现优于大盘股，而价值型股票的表现要优于成长型股票。

但是这些投资方式的历史回报率并不代表着他们未来的回报率。小盘股优于大盘股的出色表现完全取决于是否考虑 1975 年到 1983 年这个阶段。同时，价值型股票优于成长型股票的出色表现并不是他们所处行业所固有的，而仅仅是反映了投资者对某些行业偏好的变化不定。

所有这些都提醒我们，一般的投资者最好多样化分散投资到所有的股票上。不断地买卖以试图追寻潮流不仅很困难而且是很危险的，成本也很高。热门的行业或是投资潮流往往会麻痹投资者落入陷阱。当某一行业价值达到顶端时，像科技股在上次牛市最后的表现那样，请减少其持有量以提高回报率。第 9 章将提到投资者如何利用历史教训以避免科技股泡沫这样的灾难。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

成长型股票和科技股的价值评估

生活的意义在于具有创造性的热情，热爱创造奇迹。对创造革命奇迹的热爱可以解释为什么科技股的股价越来越高。互联网对创新前所未有的推崇可能使得我们更多感受到生活的真谛。

——美林全球基本股权研究部

2000 年 2 月 14 日

千禧之年的世纪之交是一个非常特别的时刻。庆祝的午夜狂欢遍布全球，历史翻开了新的一页。同时全世界迎来了一个最令人惊异的投机市场。在全球的金融中心，科技股价格稳定地上升到新的高度。尽管由于计算机“千年虫”问题使得很多人担心 1999 年的 12 月 31 日会发生很多问题，但是 2000 年还是平安的来临了。人类拥抱了 21 世纪。

人们有理由对股票市场抱有信心。美国历史上持续时间最长的经济繁荣让人无比兴奋和乐观。报纸的头条新闻都以生产力的持续上升、失业率接近最低记录和历史上最伟大的牛市等为标题。

不断增加的繁荣景象和冷战的结束使得世界上主要意识形态的分歧似乎已不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再存在。发达国家认为自由市场和民主是经济发展惟一可行的模式，而且这一观点被其他国家人民接受也只是时间上的问题。历史曲折前进，到今天发展成这个尊重个人自由、经济自由并着力于经济全球化的世界。

通讯方式的革命扩大了人们的想象空间。手机的持有量迅速上升，而其价格下降到很多人愿意放弃传统固定电话的水平。随着本地和国际长途话费的急剧下降，我们的世界看起来缩小成了一个点，所有的国界甚至国家似乎已不再存在。

在这个不断缩小的世界上，互联网诞生了。这将从根本上改变人们的沟通方式。在不断涌现的网站上我们可以很快地获得最新的信息。私人网页可以使得个人和企业向全世界任何一个角落的任何人展示他们的信息。实时信息系统可以实现全世界范围内无成本的实时通讯。电子邮件成为一种企业和个人首选的流行通讯方式。

对于这些科学技术的热衷使得所有企业即使是和互联网无关的企业的价值评估都很不同寻常。虽然是经纪人公司和媒体催生了购买股票的狂潮，但是通过互联网聊天室和在线交易，投资者自己对新生事物产生了极大的热情。

很多人相信(或是担心)网上交易会将传统的零售商(指的是传统有形零售商)挤出市场。在1999年10月，网上玩具零售商eTOY的市值已经超过世界上最大的传统有形玩具零售商Toys"R"Us的两倍多，Toys"R"Us在全球拥有超过1600家店面。世界上最大的两家传统有形书籍零售商Barnes & Noble和Borders分别拥有超过1000家分店，但是在1999年4月，网上书籍零售商亚马逊(Amazon.com)的市值要超过这两家的市值之和的10倍多。在当月，在网上售卖打折机票的公司Priceline.com的市值达到最高点，超过了全美整个航空业市值的一半多。

虽然很多互联网股票的价格看起来不可思议，但是很多主要的经纪人公司和投资公司都竭力用超自然的原因解释股价。本章开始部分美林公司的评述就是这样的一个例子。但是更多的钱还是直接投进了高科技企业，这些企业为互联网革命提供了广阔的舞台。

纯互联网股票价格在1999年达到顶峰，在此之后投资者的兴趣转向了众所周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知的支持互联网发展的企业。金融咨询师提醒他们的客户说，在 1848 年加州淘金潮时，成千上万的淘金者都相信金块有西瓜那么大，但是几乎没有人从中挣钱。但是那些向淘金者提供挖掘工具、衣物和其他设备的人却发了财。于是，当纯粹的互联网公司市场表现不佳时，投资者又蜂拥而至到那些互联网设备公司：网络和存储设备公司、软件制造商和致力于开发无线通讯的企业。

2000 年 3 月，纳斯达克指数迅速上升超过 5,000 点，几乎是它 18 个月前水平的 4 倍。表 9-1 列出了在股指峰值期市值超过 900 亿美元的高科技企业。市值最高的前 20 家美国企业中有 12 家是高科技企业，有 6 家的市盈率超过 100。表中的 QUALCOMM、雅虎!和 JDS Uniphase 还不在其列。这是美国历史上第一次出现市值排名前 20 位的企业以 3 位数的市盈率进行交易。[1]

表 9-1 市盈率超过 100 的大盘股，2000 年 4 月 7 日

公　司　名	市值排名	市值额（10 亿美元）	市　盈　率	过去 5 年市盈率增长率	IBES 预测的市盈率 5 年平均值
思科	2	452	148.4	37.6	29.5
美国在线华纳	6	232	216.3	84.2	31.5
甲骨文	8	211	152.9	28.3	24.9
北电网络	12	167	105.6	45.3	20.7
太阳	13	149	119.0	29.4	21.1
EMC	17	130	115.4	31.9	31.1
JDS Uniphase	27	99	668.3	57.0	44.0
QUALCOMM	30	91	166.8	93.8	37.3
雅虎	31	90	623.2	443.8	55.9
总和/平均值		1,621	157.5	49.7	27.9

从表 9-1 可以看出，这些新兴的高科技企业盈利的增长率确实是很显著的，

1 表9-1是笔者在*Wall Street Journal* on March 14, 2000上发表的文章 “Big Cap Stocks Are a Sucker's Bet”的分析基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而分析师们也坚信它们的未来增长将继续保持高水平。投资者在购买这些股票之前应该问两个问题：第一，如果分析师们的盈利预测实现的话，那么股票的定价合理吗？第二，这些盈利预测可能实现吗？

20 世纪 70 年代的“漂亮 50 股”

要回答这两个问题，回过头去看看将近 30 年前出现过的类似于投资者醉心成长型股票的情景是很有用的。当时的情景是在 20 世纪 70 年代迅速飙升的高速成长型股票股价在 1973-1974 年严重的熊市时跌到低谷。股价下跌后，人们都认为成长型股票有能力持续上升并保证快速而持久的收益增长，虽然这种看法是盲目乐观的，但股价还是被拉升了。

被称为“漂亮 50 股”的股票主要是一些成长型股票，例如施乐、IBM、宝丽来和可口可乐等这些在 20 世纪 70 年代早期成为机构投资者的宠儿的公司。所有这些股票不断刷新增长的记录，股利持续地增长(事实上，没有一个公司在二战以后削减股息)，并保持较高的股票市值。最后这个特性使得机构在不严重影响股票价格的情况下满仓持有股票。

虽然很多股票仅仅以几年前一半的价格出售，但是投资者已经不能以不合理的价格购买最优秀的成长型公司股票，并获得 40、50 甚至是 60 倍的盈利。在“漂亮 50 股”达到历史最高点五年后，福布斯杂志评价这种现象说：

> 什么使得“漂亮 50 股”不断上升呢？这和很久以前在荷兰促使郁金香花价格上升的原因一样，就是因为人们的错觉和疯狂。错觉就是这些公司都非常好，花多少钱买他们的股票都是值得的；它们的持续上涨可以保证所有投资者的收益实现。
>
> 很明显的，问题不在于企业，而在于那些机构投资者暂时的疯狂，他们外表看起来非常聪明但实际上尽干傻事。他们很轻易地忘记没有任何一个大规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司值得支付超过正常盈利 50 多倍的价格。[2]

然而，这样评价公平吗？美国最大的股权信托资产管理商之一的摩根抵押信托基金定义了“漂亮 50 股”。为了判断这些股票是否值这个价，笔者追踪了这些股票随后的表现。[3]表 9-2 列出了这些股票名称及其 1972 年的市盈率以及随后的盈利增长率。这些股票涵盖的领域包括制药、计算机和电子技术、摄影、食品、烟草和零售业等。很明显，缺少一些周期性的产业，也就是汽车、钢铁、运输、资本产品和石油行业。

表 9-2 在市场高点时“漂亮 50 股”的回报率(1972 年 12 月至 2001 年 11 月)

	公司标志	年回报率	1972 年实际市盈率	保证市盈率	每股收益增长率
Philip Morris Cos.Inc.	MO	17.80%	24.0	68.1	13.33%
Pfizer Inc.	PFE	17.39%	28.4	79.5	12.90%
Bristol-Myers	BMY	15.60%	24.9	46.9	12.08%
Pepslco Inc.	PEP	15.58%	27.6	55.3	12.45%
General Electric Co.	GE	15.44%	23.4	43.3	11.58%
Merck & Co. Inc.	MRK	14.85%	43.0	70.1	15.10%
Heublein Inc.	HBL/RJR	14.75%	29.4	49.1	12.37%
Squibb Corp.	SQB/BMY	14.46%	30.1	45.3	13.29%
Gillette Co.	GS/G	14.07%	24.3	33.6	11.58%
Anheuser-Busch Inc.	BUD	13.41%	31.5	41.1	11.77%
Lilly Eli & Co.	LLY	13.38%	40.6	54.3	12.56%
Johnson and Johnson	JNJ	13.34%	57.1	74.8	13.83%
Schering Plough Corp.	SGP	13.22%	48.1	57.1	13.90%

2 “The Nifty Fifty Revisited,” *Forbes*, December 15, 1977, p. 52.

3 参见 M. S. Forbes, Jr. “When Wall Street Becomes Enamored,” *Forbes*, December 15, 1977 p. 72。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	公司标志	年回报率	1972年实际市盈率	保证市盈率	每股收益增长率
First National City Corp.	FNC/CC/C	13.20%	20.5	24.4	10.42%
Coca-Cola Co.	KO	13.18%	46.4	56.3	11.11%
Anerican Home Products Corp.	AHP	13.09%	36.7	42.3	10.77%
American Hospital Supply Corp.	AHS/BAX	12.24%	48.1	50.2	11.24%
Procter & Gamble Co.	PG	11.89%	29.8	28.9	9.47%
Texas Instruments Inc.	TXN	11.83%	39.5	36.1	11.45%
AMP Inc.	AMP/TYC	11.19%	42.9	37.5	13.80%
Dow Chemical Co.	DOW	11.19%	24.1	21.2	5.12%
Chesebrough Ponds Inc.	CBM/UN	10.95%	39.1	31.8	4.47%
McDonald's Corp.	MCD	10.58%	71.0	52.1	16.08%
Upjohn Co.	UPJ/PNU/PHA	10.08%	38.8	27.8	9.72%
American Express Co.	AEXP/AXP	10.02%	37.7	26.8	9.17%
Baxter Labs	BAX	9.97%	71.4	45.2	10.52%
Schlumberger Ltd.	SLB	9.87%	45.6	27.9	6.39%
Minnesota Mining & Mauufacturing Co.	MMM	9.69%	39.0	26.2	7.45%
International Business Machines	IBM	9.54%	35.5	22.1	8.15%
Disney Walt Co.	DIS	8.92%	71.2	37.6	5.81%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

	公司标志	年回报率	1972 年实际市盈率	保证市盈率	每股收益增长率
Int'l Telephone & Telegraph Corp.	ITT/HOT	9.74%	15.4	10.4	loss in '01
Lubrizol Corp.	LZ	7.29%	32.6	16.0	6.84%
Sears Roebuck & Co.	S	6.79%	29.2	13.6	0.53%
Schlitz Joe Brewing Co.	SLZ	6.78%	39.6	16.9	loss in '01
Avon Products Inc.	AVP	6.15%	61.2	28.4	5.24%
Int'l Flavors & Fragrances	IFF	5.77%	25.0	8.5	6.51%
Halliburton Co.	HAL	4.97%	35.5	10.3	2.52%
Revion Inc.	REV	4.77%	69.1	21.9	loss in '01
Louisiana Land & Exploration Co.	LLX/BR	4.68%	26.6	9.1	2.28%
Penney J.C. Inc.	JCP	4.62%	31.5	10.4	loss in '01
Black and Decker Corp.	BDK	2.38%	50.0	10.0	4.92%
Simplicity Patterns	SYP/MXM	2.31%	43..5	9.6	9.00%
Eastman Kodak Co.	EK	1.82%	47.8	11.3	2.87%
Digital Equipment Corp.	DEC/SPQ	1.06%	56.2	2.6	10.16%
Xerox Corp.	XRX	0.15%	45.8	8.9	-2.72%
Kresge (S.S.) Co.	KM	-0.69%	49.5	7.0	loss in '01
Burroughs Co.	BGH/UIS	-1.82%	46.0	5.2	-0.55%
Emery Air Freight Corp.	EAF/CNF	-2.31%	55.3	7.2	loss in '01
M.G.L.C.Investment Corp.	MGI/LUK	-6.07%	68.5	3.6	1.49%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

	公司标志	年回报率	1972 年实际市盈率	保证市盈率	每股收益增长率
Polaroid Corp.	PRD/PRDCQ	-18.51%	94.8	2.3	loss in '01
重新调整投资组合	重新调整	11.76%	41.9	39.7	10.14%
等权重组合	未重新调整	11.62%	41.9	38.7	10.14%
标准普尔 500 指数	SPX	12.14%	18.9	18.9	6.98%

很多当初的“漂亮 50 股”如今依然是产业巨头。在 2001 年的美国市值最大的前 40 家企业中有 14 家曾经是“漂亮 50 股”，有 5 家(通用电子、辉瑞制药、花旗集团、IBM 和强生)还在前 10 强中。本章最后的附录中将会提到当初“漂亮 50 股”发生的变动。

这些“漂亮 50 股” 的出售价格是其收益的很多倍。1972 年间这些股票的市盈率是 41.9，超过标准普尔 500 指数 2 倍多，而他们 1.1%的股息收益率比其他大盘股 2.7%的股息收益率的一半还要低。市盈率超过 50 倍的企业数量占 1/5 还多，宝丽来的市盈率超过 90 倍。但这些市盈率还是远低于表 9-1 所列的科技股市盈率。

表 9-2 是根据“漂亮 50 股”从 1972 年 12 月到 2001 年 11 月的复利年利率来排列这些股票的。[4]选择 1972 年 12 月是因为由所有“漂亮 50 股”组成的等权重的股票组合在那个月的价格最高，这可以视作是对“漂亮 50 股”狂热的最高潮。

像百事可乐、好伯莱、吉列、百威、可口可乐等这样以消费品品牌命名的股票的表现特别好，在标准普尔 500 指数体系中最为出色。同时表现超过公认标准的还有制药企业，例如辉瑞制药、百时美公司(后来并购了施贵宝)、默克、礼来

4 笔者是采用以下的方法来计算“漂亮 50 股”在整个期间内的总回报率。如果一个公司与另外一家公司合并或者被收购了，在发生变化的那一天合并回报率。如果这个公司被私有化了，将回报率接合于标准普尔 500 指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和先灵葆雅公司。而最大的赢家却是菲利普莫里斯公司，虽然在20世纪90年代才取消了烟草立法限制，但它在1972年12月到2001年11月还是获得了17.8%的年回报率。

当然，还是有一些很惨的输家。这些股票中的科技股表现糟糕，没有一个超过标准普尔500指数。谁会在70年代的时候想到百事、百威和可口可乐这样的公司在未来几十年里会彻底打败像IBM、数码设备、德州仪器、施乐和宝莱这样的科技巨人呢？

数据的估值

在1972年股票购买狂潮中，“漂亮50股”被高估了吗？是的，但是只高估了很少一点点。在1972年12月市场高点时形成了所有“漂亮50股”等权重构成的股票组合，该组合会每月调整一次。这个组合在1972年到2001年11月期间实现了11.76%的年收益，略低于标准普尔500指数12.14%的年增长率。[5]如果该组合不作重新调整的话，它能获得11.62%的回报率。

因为“漂亮50股”的股息收益率低于标准普尔500指数的收益率1.5个百分点还强，它们中大部分回报来自于税赋更低的资本利得。对于中上等收入的投资者而言，在市场高点购买的“漂亮 50 股”股票组合的回报率要大于等于标准普尔500指数的税后收益率。

购买“漂亮50股”的合理市盈率

如果您能用水晶球(可预卜未来)在1972年向长期投资者预示“漂亮50股”在随后29年内的股息、收益和在2001年的股价，那么在1972年12月投资者愿意支付多少价格来购买这些股票呢？答案是价格应该足够高或者足够低以便于股

5 由于复利回报率的计算问题，组合的年平均回报率要高于个股的年平均回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的股息和2001年12月的价格以及29年内的总回报率能和整个市场相匹配。[6]表9-2列出了根据1972年收益来计算的市盈率。由于他们的股价由未来的收益来保证，因此这些市盈率称为保证市盈率。

令人奇怪的是很多股票主要是高级别的股票的价值要远高于投资者愿意支付的价格。投资者在1972年平均应该支付年收益的68.1倍而不是他们所支付的24倍，股票被低估了将近2/3。辉瑞值79.5倍，默克值70.1倍，而强生应该值74.8倍。

相对于消费品股票和制药企业而言，高科技股票的表现实在糟糕。IBM在20世纪70年代初期的市盈率是35，虽然它在90年代又恒星般地复苏了，但它的实际市盈率只有22.1。投资者支付了盈利的45.8倍来购买施乐的股票，但以它后来收益增长水平衡量的市盈率只有8.9倍。最具讽刺意味的是宝丽来公司，该股票在最初的“漂亮50股”中拥有最高的市盈率，在1972年12月的市盈率达到不可思议的94.8倍。而当该公司在2001年宣布破产时，它的股价跌到每股5美分。

尽管鱼龙混杂，但是在1972年12月市场高点时购买的“漂亮50股”还是很值的。所有“漂亮50股”等权重构成的股票组合的以1972年收益计算的市盈率是39.7倍，略低于投资者所支付的41.9倍。尽管后来华尔街对“漂亮50股”的普遍认识被推翻了，但一般还是认为40倍的收益率对于一只好的成长型股票而言显然不是很高。

收益的增长和估值

表9-2也列出了所有“漂亮50股”在29年内的每股收益的年增长率。收益的年平均增长率大约为10%，高于标准普尔500指数每股年收益平均7%的增长

6 金融理论认为单只股票的要求收益率也和市场的β系数相关。作这样的更正并不是对表9-1给出的预测值作根本上的修改。参见Jeremy Siegel, “The Nifty Fifty Revisited: Do Growth Stocks Ultimately Justify Their Price?” *Journal of Portfolio Management* 21(4)(Summer 1995):8–20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率 3 个百分点。有些研究人员坚持认为成长型股票后来的收益增长水平并不比其他股票好，而以上的发现却和他们的结论大相径庭。[7]

“漂亮 50 股”的市盈率和收益增长之间的关系表明投资者并不是毫不理性地购买这些股票。在 1972 年 12 月，标准普尔 500 指数的平均市盈率为 18.9，其相应的收益率是 5.3%（市盈率的倒数）。拥有 41.9 倍市盈率的“漂亮 50 股”的收益率是 2.4%，低于标准普尔 500 指数收益率约 3 个百分点。但是其在收益方面的劣势几乎完全被它的收益高增长率弥补了。“漂亮 50 股”的收益增长率为 10%，而标准普尔 500 指数的收益增长率为 7%。因此，它们的总回报率还是相当的。“漂亮 50 股”的投资者因此完全接受了较低的收益率（较高的市盈率）而获得较高的收益增长率。

在华尔街流行着股票评价的经验法则，就是用股票收益的预期增长率与股息收益率之和除以它的市盈率。这个比率越高越好。著名投资人彼得·林奇向投资者推荐购买该比率超过 2 的股票，而避免该比率小于 1 的股票。

但是这个方法会将所有最佳的“漂亮 50 股”排除在外。从 1972 年 12 月到 2001 年，排名最靠前的股票的收益率拥有 10～15%的年均增长率。但是它们的保证市盈率却通常超过 50。收益持续稳定增长的股票价值远比华尔街公认的合理价格高出很多倍。

不同市盈率下“漂亮 50 股”的回报率

但是我们不能根据前面结论就认为市盈率高并不是一个危险的信号。表 9-3 列出了在 1972 年“漂亮 50 股”中市盈率最高的 25 只股票（平均市盈率为 54.1），它们的回报率要比市盈率最低的 25 只股票（平均市盈率为 29.6）低 3%多。而且在价值最高的股票中只有 6 只股票的表现超过标准普尔 500 指数，而市盈率最低的

7 参见I. M. D. Little, “Higgledy-Piggledy Growth,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 24(4)(1962):387–412。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25 只股票中有将近一半超过标准普尔 500 指数。有意思的是这两类股票的保证市盈率都是 34.4，也就是说总的来看，投资者并不能区分孰优孰劣。

表 9-3 不同市盈率下“漂亮 50 股”的回报率(1972 年 12 月-2001 年 11 月)

高市盈率			低市盈率		
公司名称	市盈率	回报率	公司名称	市盈率	回报率
Polaroid Corp.	94.8	-18.5%	Chesebrough Ponds Inc.	39.1	10.95%
Baxter Labs	71.4	9.97%	Minnesota Mining & Mauufacturing Co.	39.0	9.69%
Disney Walt Co.	71.2	8.92%	Upjohn Co.	38.8	10.08%
McDonald's Corp.	71.0	10.58%	American Express Co.	37.7	10.02%
Int'l Flavors & Fragrances	69.1	5.77%	Anerican Home Products Corp.	36.7	13.09%
M.G.L.C.Investment Corp.	68.5	-6.07%	International Business Machines	35.5	9.54%
Avon Products Inc.	61.2	6.15%	Halliburton Co.	35.5	4.97%
Johnson and Johnson	57.1	13.34%	Lubrizol Corp.	32.6	7.29%
Digital Equipment Corp.	56.2	1.06%	Anheuser-Busch Inc.	31.5	13.41%
Emery Air Freight Corp.	55.3	-2.31%	Penney J.C. Inc.	31.5	4.62%
Simplicity Patterns	50.0	2.31%	Squibb Corp.	30.1	14.46%
Kresge (S.S.) Co.	49.5	-0.69%	Procter & Gamble Co.	29.8	11.89%
Schering Corp.	48.1	13.22%	Heublein Inc.	29.4	14.75%
American Hospital Supply Corp.	48.1	12.24%	Sears Roebuck & Co.	29.2	6.79%
Black and Decker Corp.	47.8	2.38%	Pfizer Inc.	28.4	17.39%
Coca-Cola Co.	46.4	13.18%	Pepslco Inc.	27.6	15.58%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

高 市 盈 率			低 市 盈 率		
公 司 名 称	市盈率	回报率	公 司 名 称	市盈率	回报率
Burroughs Co.	46.0	-1.82%	Louisiana Land & Exploration Co.	26.6	4.68%
Xerox Corp.	45.8	0.15%	Revion Inc.	25.0	4.77%
Schlumberger Ltd.	45.6	9.87%	Bristol-Myers	24.9	15.60%
Eastman Kodak Co.	43.5	1.82%	Gillette Co.	24.3	14.07%
Merck & Co. Inc.	43.0	14.85%	Dow Chemical Co.	24.1	11.19%
AMP Inc.	42.9	11.19%	Philip Morris Cos.Inc.	24.0	17.80%
Lilly Eli & Co.	40.6	13.38%	General Electric Co.	23.4	15.44%
Schlitz Joe Brewing Co.	39.6	6.78%	First National City Corp.	20.5	13.20%
Texas Instruments Inc.	39.5	11.83%	Int'l Telephone & Telegraph Corp.	15.4	8.74%
平均市盈率	54.1		平均市盈率	29.6	
保证市盈率	34.4		保证市盈率	34.4	
年回报率*	9.72%		年回报率*	12.90%	

*基于未调整的投资组合

大部分在 1972 年市盈率超过 50 倍的股票表现并不是很好。当互联网和高科技领域发展到前所未有的高度时，那样的事实就成了前车之鉴。在最初的“漂亮 50 股”中市盈率超过 50 倍的股票很少有后来的表现超过标准普尔 500 指数的，强生是惟一的一个。更进一步看，无论其后来的回报率有多好，在最初的“漂亮 50 股”中没有一只股票的市盈率超过 80 倍的。这也就是说，无论大盘成长型股票的前景看起来是多么的美妙，都不可能达到“不惜任何代价去买”的地步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过调整的单个股票市盈率

投资者愿意为大盘成长型股票支付多少钱呢？有五大主要因素决定了经调整的市盈率。它们分别是：(1)投资者的要求收益率，(2)收益增长率，(3)收益增长所持续的年数，(4)到期市盈率(指的是加速增长期结束，股票拥有的一个长期稳定市盈率)和(5)股息收益率。

表 9-4 列出的是在以下两种情况下分别计算的经调整的市盈率：一种是投资者的要求回报率为 10%(7%的实际回报率加上 3%的预期通货膨胀率)，另一种情况是 15%的预期回报率，这接近于科技股热潮时投资者的要求回报率。两种情况下都假设市盈率 25 年到期。还假设要求收益率为 10%的股票的股息收益率为 2%，而要求收益率为 15%的股票无股息收益。

表 9-4 高科技和非高科技公司经调整的市盈率

非高科技公司			
假设要求收益率为 10%，股息收益率为 2%			
每股收益增长率	5 年	10 年	29 年
0%	17	12	3
5%	22	19	11
6%	23	21	15
7%	24	23	19
8%	25	25	25
9%	26	27	33
10%	27	30	43
11%	29	33	55
12%	30	36	72
13%	31	39	93
14%	33	43	120

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

非高科技公司			
假设要求收益率为 10%，股息收益率为 2%			
15%	34	47	154
20%	42	72	531
25%	52	108	N.A
30%	63	160	N.A
35%	76	233	N.A
40%	92	335	N.A
45%	109	476	N.A
50%	129	668	N.A
55%	152	927	N.A

N.A:不适用

高科技公司		
假设要求收益率为 15%，无股息收益		
每股收益增长率	5 年	10 年
0%	12	6
5%	16	10
10%	20	16
15%	25	25
20%	31	38
25%	38	58
30%	46	85
35%	56	124
40%	67	179
45%	80	254
50%	94	356
55%	111	495
60%	130	679

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-1 显示，在 2000 年 3 月，高科技股票的预计平均收益年增长率不到 30%。我们可以从表 9-4 中发现，如果这 30%的增长率保持 5 年(分析师称之为长期增长)，那么上市高科技股票的经调整的市盈率为 46。如果这个增长率能保持 10 年，那么市盈率将达到 85。很明显，如果基于表 9-1 所显示的未来 5 年预期增长率，那么除了雅虎以外，没有一家企业的调整市盈率达到 100。如果雅虎能够实现分析师们所预测的未来 5 年约 55.9%的收益增长率，那么这个第一大互联网门户网站的市盈率将达 113。而事实上在 2000 年 3 月，它的市盈率却为 600 多倍，而它的收入就在下个季度急速下跌。雅虎的股价在 2000 年 1 月(在它被标准普尔 500 指数吸纳一个月后)达到每股 250 美元的顶峰，而在 2001 年 9 月暴跌到 8 美元，缩水超过 97%。

假设一个资本市值很大的企业在未来 10 多年内每年收益增长超过 20%，这可能吗？答案是决不可能。表 9-5 分别列出了 1955 年、1956 年、1957 年和 1990 年市值最大的 20 只股票以及它们随后 10 年的收益增长率。并没有一个企业的收益能在 10 年内保持 20%的年增长率，甚至几乎没有一个企业在 10 年内的年增长率超过 15%。

表 9-5 市值最大的股票在 10 年内的盈利增长率

1955		1965	
AT & Corp.	4.56%	AT & Corp.	4.09%
Amoco Corp.	2.57%	Amoco Corp.	13.20%
Bethlehem Steel Corp.	-2.94%	Chevron Corp.	6.89%
Chevron Corp.	5.01%	Creole Petroleum Corp.	N/A%
Dow Chemical	4.60%	du Pont(EI) de Nemours	-4.51%
du Pont(EI) de Nemours	-0.70%	Eastman Kodak Co.	9.49%
Eastman Kodak Co.	11.25%	Ford Motor Co.	-9.10%
General Electric Co.	4.93%	GTE Corp.	4.42%
General Motors Corp.	5.59%	General Electric Co.	4.88%
Gulf Corp.	6.47%	General Motors Corp.	-5.26%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

1955		1965	
Intl Business Machines	18.88%	Gulf Corp.	5.74%
International Paper Group	-0.40%	Intl Business Machines	14.25%
Kennecott Corp.	-2.26%	Minnesota Mining and Mfg.	7.81%
USX-Marathon Group	3.27%	Mobil Corp.	9.70%
Mobil Corp.	5.18%	Procter & Gamble Co.	10.32%
Phillips Petroleum Co.	3.27%	Sears Roebuck & Co.	2.27%
Sears Roebuck & Co.	7.13%	Shell Oil Co.	7.03%
Shell Oil Co.	6.29%	Texaco.Inc.	2.65%
Texaco.Inc.	8.17%	Union Carbide Corp.	5.18%
Union Carbide Corp.	4.53%	Xerox Corp.	16.59%
Infiation	1.71%	Inflation	5.73%
1975		**1990**	
American Home Products	11.54%	AT & Crop.	-5.77%
AT & Corp.	2.10%	Amoco Corp.	9.92%
Amoco Corp.	10.72%	Atlantic Richfield Co.	5.71%
Chevron Corp.	7.11%	BellSouth Corp.	10.29%
Coca-Cola Corp.	9.99%	Coca-Cola Corp.	9.58%
Dow Chemical	-21.31%	Chevron Corp.	10.10%
du Pont (EI) de Nemours	9.78%	Coca-Cola Corp.	5.61%
Eastman Kodak Co.	-5.36%	du Pont (EI) de Nemours	2.66%
General Electric Co.	12.48%	GTE Corp.	8.16%
General Motors Corp.	11.02%	General Electric Co.	12.31%
Gulf Corp.	4.94%	General Motors Corp.	0.72%
Intl Business Machines	12.33%	Intl Business Machines	5.72%
Johnson and Johnson	12.27%	Johnson and Johnson	14.93%
Merck & Co.	9.65%	Eli Lilly & Co.	11.21%
Minnesota Mining and Mfg.	9.59%	Merck & Co.	14.56%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

1955		1965	
Mobil Corp.	2.51%	Mobil Corp.	5.44%
Procter & Gamble Co.	6.81%	PEPSICO.Inc.	8.23%
Sears Roebuck & Co.	10.76%	Philip Morris Cos.Inc.	11.43%
Texaco.Inc.	5.26%	Procter & Gamble Co.	8.26%
Weyerhaeuser Co.	-1.14%	Wal-Mart Stores	17.76%
Inflation	7.01%	Inflation	2.66%

表 9-4 还显示了在各种收益增长假设下，要求年收益率为 10%、股息率为 2%的非高科技企业如何定价。表 9-2 显示了“漂亮 50 股”在 29 年内收益平均年增长率达到 10%。通过表 9-4 可知，保证市盈率达到 43。企业在 29 年内收益的平均年增长率每增加一个百分点，那么它的市盈率增加将近 10 个百分点。这样的分析表明，如果一个企业能在长期保证它的收益增长，那么将对投资者愿意支付的股价有明显的影响。但是，极少有这样的股票能成为这么长时间的常胜将军。

结论

既然金融市场经常性跌宕起伏，投资者更应该可以很好地吸取教训。[8]“漂亮 50 股”在 1974 年暴跌后，很多投资者发誓再也不买市盈率超过 30 倍的股票，不管它的增长前景有多么美好。但是华尔街从 70 年代“漂亮 50 股”的事件中错误地总结了教训，对于增长普遍采取了谨慎小心的态度，这使得“漂亮 50 股”在 80 年代和 90 年代早期被严重低估。直到 90 年代中期，投资者才重新认识到增长

8 市场错误地认为已经从第一次世界大战中吸取了教训，面临第二次世界大战时市场的反映参见第 13 章。第 19 章讨论“典型的偏见”，指的是虽然实际情况不同但投资者认为是相似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的实际价值，开始重新买入这些股票。[9]但是随着 1999-2000 年的高科技浪潮的产生，投资者又走向另外一个极端。很多人认为购买一个真正成长型的股票，支付多少钱都是不为过的。

到了 2000 年，高科技股票在此之前从未有过长期的优异表现。而这时他们的市盈率超过 30 年前“漂亮 50 股”水平的两倍多。这样的兴奋之情和高科技浪潮一起将股价推到不可思议的水平。即使所有乐观的预期都实现，股价也不可能达到这样的水平。这样的股票陷入熊市的境地是不可避免的。大部分非科技类的成长型股票并未被高科技泡沫所困扰，继续保持着和它们远期前景相匹配的合理价格。它们在随后的熊市里并未遭受太多的打击。

2000-2001 年的熊市会将这些大盘成长型股票价格拉回到它们 70 年代末和 80 年代被低估的水平吗？谁也不知道。但是成长型股票的购买者要提高警惕。没有某只股票或某个产业可以保证一直上升。多样化投资是减少风险、保持收益的捷径。好的成长型股票市盈率可能达到 40、50 甚至 60 倍，但是不可能有一只大盘股的价值超过它收益的 100 倍。

附录：“漂亮 50 股”中各公司的变动情况

在过去的几十年里，“漂亮 50 股”中有 15 家公司发生了变动。

- AMP 公司在 1999 年 4 月被 Tyco 公司收购。
- 美国医疗设备公司和 Baxter Travenol（后更名为 Baxter International）在 1985 年合并。
- 宝莱公司在 1987 年更名为 Unisys (UIS)。
- Chesebrough Ponds 在 1987 年 2 月被联合利华 NV 合并。

9 在70年代早期，一些包括沃尔玛这样的“漂亮50股”在1972年12月到2001年11月间获得了26.97%的年回报率，这远高于摩根保障信托基金中的股票收益水平。如果将沃尔玛考虑进“漂亮50股”，那么它们在市场高点时是被低估的。参见Jeff Fesenmaier and Gary Smith, “The Nifty-Fifty Re-Revisited ” Pomona College, 2002。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 数码设备公司在 1998 年被康柏收购。
- Emery Air Freigh 公司和 Consolidated Freightways 在 1989 年 4 月合并(在 1997 年 4 月更名为 CNF Transportation，2000 年 12 月更名为 CNF, Inc)。
- 好伯莱公司在 1982 年 10 月并入 RJR Nabisco 公司。在 1989 年 4 月 28 日该公司被私有化，并更名为 RJR Industries。
- 路易斯安娜土地开发公司在 1997 年被 Burlington Resources 公司收购。
- MGIC Investment 公司和 Baldwin United 公司在 1982 年合并。该公司后来破产，在 1986 年剥离出 PHL 公司，后又于 1993 年 2 月被 Leucadia National 吸收合并。
- ITT 公司在 1998 年被 Starwood Hotels and Resorts 并购。
- Revlon 在 1987 年 7 月被迫被杠杆收购，1996 年上市。
- Schlitz 公司在 1982 年 6 月和私有企业 Stroh Brewing 公司合并。
- Simplicity Pattern 公司在 1984 年 5 月更名为 Maxxam，1988 年 5 月又更名为 Maxxam 集团公司。
- 施贵宝公司在 1989 年 10 月 4 日被百时美公司收购(公司更名为百时美-施贵宝公司)。
- Upjohn 公司在 1995 年 11 月和 Pharmacia AB 公司(瑞典)合并，更名为 Pharmacia & Upjohn 有限公司。在 1997 年该公司又和 Pharmacia 公司合并。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

全球化投资

今天，我们来谈论一下成长型行业。因为投资全球化是一个处于成长阶段的行业。所以全球范围内的证券组合投资就是重要的成长型行业。

——约翰·坦普利顿[1]

第 1 章提到，股票在长期投资回报方面的优势并不是只体现在美国。英国、德国甚至是日本的投资者通过投资股票都获得了殷实的财富。但是很多年来，由于存在外国投资者进入别国市场的距离和风险问题，外国市场几乎都是被本土投资者完全占据。

但是这样的情况不会再继续了。全球化在过去的十年内是一个热门字眼。美国，一度成为资本市场中独一无二的霸主，现在只是投资者积累财富的众多选择之一。在二战的尾声阶段，美国股市占全球股权资本将近 90%，到了 1970 年，依然占据 2/3 的比例。但是如今，美国股市只占全世界股票价值的一半还不到。如果只投资于美国就忽略了大部分的世界资本。

但是投资于国外市场在 20 世纪 90 年代末并不是很有利可图，尤其是持有美

1 摘自于 1984 年 5 月 2 日在美国金融分析师联盟年会上的演讲。

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的投资者。1997-1998 年新兴市场遭受的打击、笼罩日本的长期熊市以及欧洲市场的陨落使得很多人对投资海外的必要性产生怀疑。本章阐述国际多样化投资的动因并分析改变投资环境是否有利于海外投资。

国外市场的周期

投资者所犯最严重的错误之一是基于短期趋势来进行战略规划。想要对未来可能发生的事情作出确定的预测，即使是利用 10 年、20 年这样的长期数据都是不够的。表 10-1 中分析了这个事实。

表 10-1 全球股票市场上美元的投资回报率

国家或地区	1970-2001	1970-1979	1980-1989	1990-2001
世界*	10.86%	6.96%	19.92%	19.92%
	(16.99)	(18.09)	(14.59)	(15.33)
EAFE**	10.96%	10.09%	22.77%	2.66%
	(22.42)	(22.77)	(23.28)	(17.45)
美国	11.59%	4.61%	17.13%	13.11%
	(16.99)	(19.01)	(12.52)	(16.78)
欧洲	11.78%	8.57%	18.49%	9.10%
	(21.01)	(20.97)	(25.89)	(13.95)
日本	11.12%	17.37%	28.66%	-6.03%
	(36.83)	(45.41)	(28.57)	(28.95)

*世界＝以价值为权重的世界指数　**EAFE＝欧洲，澳洲和远东地区

在 20 世纪 70、80 年代，美国股票回报率严重低于欧洲和日本市场。如果投资者认为这就意味着他们应该将大部分资产投资于海外的话，他们将会错过 90 年代美国历史上最令人激动的大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本市场的回报率会更让人产生误解。在20世纪70、80年代，日本市场以美元计算的股票年回报率超过美国市场回报率10%还多，并且对很多其他发达国家都保持这样的优势。美国股市自20世纪初期以来一直是世界第一大股市。但在1989年年末，美国股市第一次失去这个地位。日本，这个经济在44年前被美国军事力量完全破坏的基础上重建起来的国家，这个人口只有美国一半的国家，这个土地只有美国4%的国家，它的股市价值却超过了美国和欧洲市场。

日本市场的高额回报率吸引了数十亿美元的国外投资。很多日本股票的价格到了极高的水平。美国电报电话公司(AT&T)的日本版——日本电话电报公司(NTT)的市盈率超过300倍。这只股票的市值达到数千亿美元，这个数字超过了世界上除少数几个国家以外所有股票价值之和。

芝加哥商品交易所的主席Leo Melamed在1987年出访日本时，他问东道主如何解释这么高的股票市值。“你是不能理解的”，他们回答说，“对于股票估值，我们采取了一种完全崭新的方法。”这时，Melamed就知道日本股市的命运了，因为当投资者忘记了前车之鉴时，那么以前的惨痛教训就又会在他们身上重现。[2]

东京道·琼斯股票指数在1989年12月超过39,000点，在1992年8月跌到将近14000点。这次暴跌比美国在1929-1933年崩盘后所经历的任何波动都要严重。NTT股票的价值从320万日元跌至50万日元。日本市场的神秘不攻自破了。

面对日本市场的崩溃，全球的投资热情都转移到了新兴市场——发展中国家或者新兴发达国家市场。投资者亲眼目睹了韩国和泰国股市的繁荣景象。现在，印度、印度尼西亚，甚至中国也正准备实施这样的计划。

而且，亚洲市场并不是惟一可以投资的市场。拉丁美洲经过了漫长的独裁主义统治后，反对自由市场的政权(包括右倾和左倾)又倾向于竭力寻求国外投资。股权收益在阿根廷、巴西和墨西哥这样的国家里大受关注。

2 参见Martin Mayer, *Markets* (New York: W. W. Norton, 1988), p. 60。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998年中国第一个股票市场在深圳开始形成，当时在这个世界人口最多的国家有成千上万的人们排了几天的队等待购买企业的股票。新兴市场像美丽的蝴蝶破茧而出一样，迅速发展壮大。但是这些市场表现远不如投资者对他们所注入的热情。就像蝴蝶在学会第一次飞翔后很快会被鸟儿吃掉一样，在投资者热情过去以后，熊市迅速打击了很多新兴市场。

新兴市场历史上最严重的一次崩溃发生在1997年。投资者醉心于不断兴起的亚洲经济，把他们持有的股票捧上天，却发现股价的直线下降和财富的烟消云散。1998年，这场危机又跨越太平洋，蔓延到了拉丁美洲、东欧和俄罗斯。

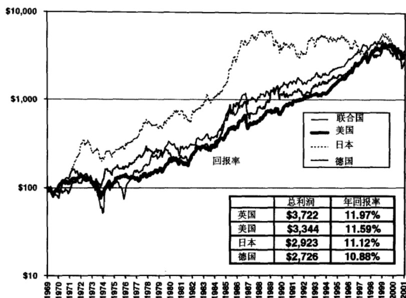
事实上在那两年间，没有一个新兴市场能幸免于难。大部分——不是所有——国家的股票市场如果以美元计算，下跌了至少50%，还有很多跌得更惨的。以美元计算，印尼、泰国和俄罗斯市场下跌了90%多，菲律宾和韩国的市值消失了80%多。即使是新加坡和香港，作为最发达的发展中国家或地区，市值还是下降了70%。

经济的下滑严重打击了投资者海外投资的热情。而且，在海外寻求利润的美国投资者会遇到更多的麻烦。随着美国股市的迅速上升和外国货币对美元的贬值，欧洲和日本的回报率如果以美元计价也就不如美国股票了。投资者通过很多年耐心投资所实现的高额长期收益很快消失殆尽。

图10-1表示的是在1970年1月后用100美元分别在日本、美国、英国和德国投资所得的增长幅度。令人感到惊奇的是在32年的时间里，世界上主要股票市场的回报率相差无几。[3]的确，这些回报率的长期表现略优于美国，而很多其他国家尤其是新兴市场明显地落后于美国。针对后来国外较低的回报率，投资者可能会问：像80、90年代那样的国际化投资，如今还能实现吗？

3 这些回报率是用美元来衡量的，但无论用哪国货币来衡量回报率都能得出相同的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	总利润	年回报率
英国	$3,722	11.97%
美国	$3,344	11.59%
日本	$2,923	11.12%
德国	$2,726	10.88%

图 10-1　主要股票市场美元投资回报率

在全世界范围内的多样化投资

多样化投资的原则

让投资者感到奇怪的是，投资外国股票的主要动因并不是期望获得更好的海外投资收益，而是因为国际化投资可以使得投资组合能够更充分的多样化，以便彻底消除投资组合风险。从原理上讲，投资海外和投资于国内不同经济领域一样能提供多样化的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计学规律告诉我们，将组合分散投资到不同的经济领域要比只在一个领域里投资的风险低。这是因为，在某个领域回报率下跌的同时，其他领域的回报率在上升。这种回报率运动方向的不同会降低投资组合的波动性。

这种不同领域间回报率运动方向异步的程度可以用相关系数来衡量。相关系数越小，多样化的效果越好。例如，当两个领域的回报率不想关，也就是相关系数为零时，这时投资于两个领域的风险要比只投资于一个领域所承受的风险小1/3。随着两个领域回报率相关系数的增加，通过多样化投资获得的收益会减少。如果回报率完全相关，也就是相关系数为 1 时，从投资多样化上的获益就完全消失。

有效的投资组合

可是又如何决定国内、国外的投资比例呢？在每一个国家内的投资额不仅取决于一个人对风险的评价和预期回报，而且像上面提到的，还取决于两国回报率间的相关系数。

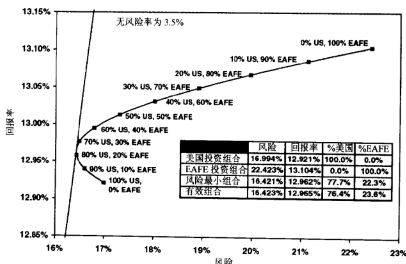
投资者可以通过调整投资组合中美国股票和其他国家股票的比例来改变投资组合的风险和收益。图 10-2 反映的是持有美元的投资者在美国和国外股票间投资的风险－收益平衡线(称之为有效边界)。[4]图中的曲线是根据表 10-2 总结的 32 年来美国和其他国家股票的历史数据得来的。[5]风险最小的投资组合中国外股票所占比例为 22.3%，最佳风险－回报组合中(称之为有效组合)国外股票的比例稍高，为 23.6%。[6]

4 这些国外的股票指的是属于摩根斯坦利公司编纂体系中的欧洲、澳洲和远东地区股票。

5 风险收益分析是基于表 10-2 中数据所得的算术平均值回报率而非几何平均回报率。在以上的分析阶段内，国外的算术平均回报率要超过美国的算术平均回报率，而国外的几何平均回报率要低于美国的几何平均回报率。

6 想要进一步了解风险-收益分析的读者可以参考Richard Brealey和Stewart Myers,*Principles of Corporate Finance*, 6th ed. (New York: McGraw Hill, 2000)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	风险	回报率	%美国	%EAFE
美国投资组合	16.994%	12.921%	100.0%	0.0%
EAFE投资组合	22.423%	13.104%	0.0%	100.0%
风险最小组合	16.421%	12.962%	77.7%	22.3%
有效组合	16.423%	12.965%	76.4%	23.6%

图 10-2　美国和 EAFE 回报率间的效率边界曲线

表 10-2　投资于股票的美元的风险回报率，1970 年 1 月-2001 年 12 月

国家或地区	美元回报率		国内风险	汇率风险	总风险	相关系数*
	复利计算	算术平均值				
世界	10.86%	12.19%	16.47%	5.13%	16.99%	82.16%
EAFE	10.96%	13.10%	19.33%	10.16%	22.42%	53.24%
美国	11.59%	12.92%	16.99%	- - -%	16.99%	100.00%
欧洲	11.78%	13.59%	20.18%	11.04%	21.01%	67.75%
日本	11.12%	17.71%	29.37%	13.22%	36.83%	26.92%

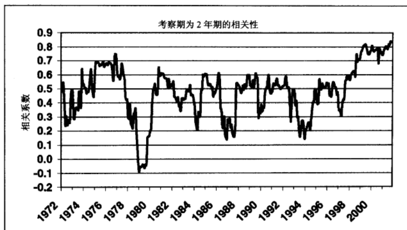
*美国美元投资回报率和国外市场美元投资回报率之间的相关性

世界各国回报率的相关性增加

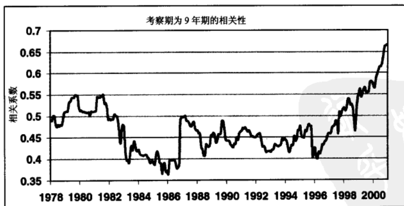
标准投资组合分析所推荐的比例中，外国股票所占比例要比大部分投资者实际所持有的外国股票的比例高一些。但是，就像前面提到的，这个推荐的比例深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受两国预期回报率间相关性的影响。图 10-3(A)反映的是两年内美国和其他国家股票回报率的移动平均值，图 10-3(B)反映的是 9 年期的移动平均值。可以看出，相关系数已经明显上升到近些年的最高水平了。



(A)



(B)

图 10-3　美国和 EAFE 股票回报率间的相关性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断上升的相关系数对投资组合的构成比例有重要影响。图 10-4 采用的是和图 10-3 相同的风险-收益历史数据。从图中可以看出，随着美国和其他国家回报率间相关性的改变，推荐的投资组合中国内外股票比例也作出相应的调整。当美国和外国回报率相关系数为 9 年来的平均值 66.5%时，国外股票推荐的比例下降到 15%。当两年期的相关系数为 83.5%时，国外股票的比例下降为零。[7]

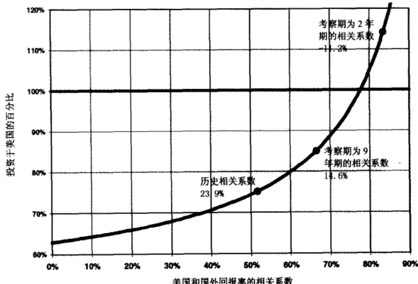


图 10-4 最佳投资组合中投资于美国股市百分比

什么原因导致最近美国和外国回报率间相关性的上升呢？很明显，产品市场和金融市场的全球化是一个原因。当一个企业扩张到全球时，哪一个国家是它的总部变得越来越不重要。

投资者间不断加强的交流也使得相关性不断增加。信息的流动更加迅速，投资者之间的互相联系比以前更加频繁。交易商若脱离于投资群体的总体观点则很

7 实际上，根据分析，投资者应该持有 114%的美国股票而卖空 14%的国外股票组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难在投资界立足。

相关性增加的另一个原因是国家间高科技、媒体和电信行业股票（通常称为TMT）的高度相关性。这些股票在1999-2001年的疯狂表现在全球都是一样的。

我们不该忽视各国回报率间相关性增加的事实，而仅仅把它当作某些领域内一时的现象。非高科技股票回报率间也表现出不断增加的相关性。贸易的全球化很可能使得全球市场的变动比过去更加同步。

不同行业间的多样化投资

如果国家间回报率的相关性越来越强，那么投资者怎样实现多样化分散投资呢？一个比较好的方法是，考虑国内、国外不同经济领域间回报率的差异，如消费品、金融服务、能源和医疗卫生等。图10-5反映的是世界主要行业间相关性的变化趋势，这些行业的划分标准是摩根斯坦利资本市场指数。与不同国家间回报率的相关性不断上升形成鲜明对比的是，从20世纪90年代中期开始，各行业间回报率的相关性迅速下降。如果这样的趋势能够持续的话，那么在投资多样化方面，行业间的多样化可以替代国家间的多样化。

各行业间相关性不断下降可能是由经济周期波动性的降低引起的。投资者现在的注意力可能更集中于单个企业和领域的前景，而不是整体经济的运行情况。

那么所有这些意味着在投资股票时我们可以完全忽略国家的概念吗？那些坚持使用国家间多样化的人分析说，即使企业大部分的销售额和收入来自于国外，但跨国公司的总部所在国对企业收益依然还有很重要的影响。这可能是因为总部所在国会严重影响公司的法定权利和义务。同时，不同国家间的政府法规也明显不同。[8]除此之外，虽然存在全球化的现象，但是企业间大部分的交易还是在本国内完成。

[8] 参见Kenneth A. Froot所撰写的国家经济研究局第4335号工作文稿“长期货币对冲”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

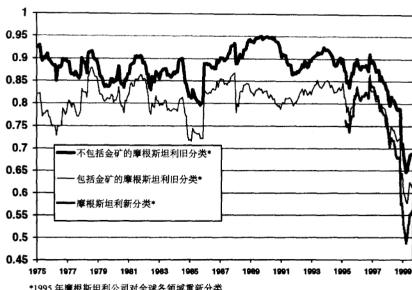


图 10-5 全球工业领域的平均相关性和世界股票指数

（考察期为 2 年期的相关性，1975 年 1 月-2001 年 7 月）

但是，随着全球化的进一步发展，本国的影响力可能会逐渐减弱。实际上，可以想象当投资组合分散在全球范围经济领域内时，公司总部所在国是哪里就已经成为次要考虑的问题了。不管采用什么样的标准，在多样化效果较好的投资组合中，国外股票始终占有一席之地。

规避汇率风险

如果美国投资者要将一个外国企业股票加入到充分多样化的投资组合中，他必须要认识到汇率风险是不可避免的。从表 10-2 总结的美国和其他国家回报率可以看出，对美国投资者而言，国外股票比美国股票的风险更大。这有两个原因，一个是国外市场本身具有较高的波动性（称之为本地风险），第二个是汇率风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——外国货币相对于美元的价格波动——又增加了国外股票的风险。

持有国外股票的总风险实际上要小于本地风险和汇率风险之和，认识到这一点是非常重要的。这是因为这些风险并不是完全相关的。所以，汇率和本地股票市场的变动通常会相互抵消一些。事实上，对于一些像英国这样的国家而言，汇率风险可以在很大程度上抵消本地风险，以至于从1970年开始，一个持有英国股票的美国人所获收益率，以美元衡量的波动性要小于英国投资者以英镑衡量的收益率的波动性。

不过，既然汇率风险会增加持有国外资产的美元风险，那么货币对冲可能会有利于国外市场的投资者。**货币对冲**就是说在货币市场上持有一定的头寸，以便于抵消掉外汇汇率不可预期的波动。即便不考虑汇率的反向变动也会减少国外投资组合的资产价值，股票市场的波动就已经引起投资者足够多的心惊肉跳了。

虽然就抵消外汇风险而言，对冲似乎是一个诱人的方法，但是长期看来却是不必要的，甚至是有害的。例如，从1910年至今，每英镑从4.80美元贬值到约1.50美元。似乎很显然，对于英镑贬值进行对冲的投资者获利要比未进行对冲的投资者多。但是事实并不总是这样。由于对冲成本决定于两国间相对利率水平，而英国利率平均要高于美国利率，因此对于美元持有者而言的对冲成本较高。尽管英镑不断贬值，但是以美元衡量的未对冲的英国股票回报率实际上超过进行对冲过的回报率。

对于长期投资者而言，在国外股票市场上进行货币风险对冲并不是很重要。实际上，有证据证明长期看来，货币对冲会增加以美元衡量的回报率的波动性。[9] 长期看来，汇率的变动主要取决于国内的物价水平。股权代表的就是实有资产的所有权，而股东因为物价变动而蒙受的损失都可以从实有资产得到补偿。对这样一个长期投资进行对冲没有必要，因为购买实有资产就对货币贬值自动进行了风险规避。

---

9 参见Kenneth A. Froot, "Currency Hedging over Long Horizons," NBER working paper no. 4355, Cambridge, Mass., May 1993。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期投资避险

但是，如果一个人想要降低短期风险，而且如果对冲操作成本较低的话，进行对冲还是很有效的。但是在某些情况下，尤其是当货币政策发生变动时，汇率对冲操作就会无效，而且事实上会增加美元回报率的波动。例如，当欧洲中央银行提高利率水平、收紧银根时，欧元汇率会上升。但是，由于利率的上升增加了债券的吸引力，欧洲股票价格随之下跌。

如果投资者不进行对冲操作，欧元汇率上升的收益将抵消股票市场下跌的损失，因此这可以降低以美元衡量的欧洲股票回报率的波动性。另一方面，如果投资者进行了对冲操作，那么他们不能获得欧元的增值收益，而这些收益正可以抵消欧洲股票价值的下跌损失。

虽然汇率和股票价格经常反向变动，但也有例外的时候。对于一个国家增长前景的乐观预测和悲观预测相互交替时，会使得股票价格和汇率同方向变动。下面我们将更详细的讨论，当投资者对新兴亚洲市场感到悲观时，汇率和股价将同时下跌。对冲，尤其是在危机爆发之前进行的对冲，将使得投资者免受下跌带来的损失。

1998 年新兴市场的危机

正如本章开始所提到的，新兴市场存在的问题是对于国外投资盲目的热情。但是和所有的危机一样，这次也是悄无声息地接近投资者。几乎没有美国投资者注意到 1997 年 7 月发生在泰国的麻烦。排名仅次于亚洲四小龙(香港、新加坡、台湾和韩国)的泰国由于数十亿美元的外国投资流入国内，经济得以长期繁荣。但是利润的不断下降和经济的负增长使得投资者信心不断遭受打击。1997 年 7 月 7 日，泰国被迫放弃针对美元的固定汇率制，使得该国货币汇率在国际市场上自由浮动。

通常而言，放弃使用固定汇率制对于股票市场是一个利好消息。当英国放弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲货币体系而让英镑贬值时，股价迅速上升。保持货币高估需要收紧银根、保持高利率，这对股票而言是一个利空消息。

但是对发展中国家而言，放弃使用固定汇率制通常是遇到问题的迹象：漫长而日益严重的贸易和经常账户逆差，政府赤字和不断增加的通货膨胀压力。这些情况导致投资者信心丧失，并迅速离开该国金融市场。

投资者认为，如果泰国出现问题，那么亚洲其他国家肯定也会陷入麻烦。果然，亚洲国家的货币像多米诺骨牌一样一个接一个地倒下了。印度尼西亚卢比，菲律宾比索和韩元都纷纷贬值。随着亚洲国家货币陷入危机，很多交易商都认为港元贬值只是一个时间问题，早晚会发生。

但是，香港的外汇体系和其他亚洲国家不同。在经历了 20 世纪 70 年代和 80 年代早期的高通货膨胀后，香港在 1983 年开始实施钉住美元的汇率制度，还创立了货币局。每发行一港元，背后都会有货币局用等价的美国政府证券或美元存款做支持。换句话说，即使每个香港人都决定将港元换成美元，香港货币当局也有足够的美元兑换。

尽管有这样的保护措施，投资者还是认为发生在亚洲其他国家的严重货币贬值会破坏香港所拥有的竞争优势，使得港元贬值。结果，外汇交易商们开始抛出港元，使得本地利率迅速上升。随着港元遭受打击，投资者感到世界范围内的货币危机一触即发。这情形勾起他们对 30 年代发生的国家间竞争性贬值的痛苦记忆，全世界投资者都抛出了手中的股票。

1997 年 10 月 27 日，纽约股市的抛售狂潮使得道•琼斯工业股票指数下跌 350 点，这已经达到交易停盘一小时的水平了。当交易恢复后，大量的卖出指令使得市场又迅速下跌了 200 多点，这就到达了市场停盘的日跌停标准 550 点。虽然以百分比衡量，这次道•琼斯股票指数的下跌并不是最猛烈的，但这是到目前为止股票指数幅度所经历的最严重下跌。[10]

10 第 13 章罗列了历史上股市在一天内最剧烈的一些变动。第 16 章就目前困扰美国股市的交易政策和市场的波动性作了讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对香港的冲击以失败而告终，市场的忧虑随之而解。但是好景不长。第二年春天，南美市场受到压力，1998 年 8 月俄罗斯难以支付其债券，这是多年来第一次发生政府债券违约。国际范围内金融危机横生的景象使得投资者都认为美国政府债券是避难天堂，对其趋之若鹜。而且政府债券和非政府债券收益率的差别巨大。用美联储主席阿兰·格林斯潘的话就是，市场上的忧虑情绪不断严重，信贷市场“收缩”并停止实施其功能。道·琼斯工业股票指数从近 9,400 点急速下降到 7,400 点，这是 1990-1991 年衰退以来最大比例的下跌。

债券市场的机能不良促使美联储实施长期资本管理(Long Term Capital Management)的救援计划。这个对冲基金固执地(错误地)认为在这个春天到处泛滥的风险会很快的恢复平静。[11]当美联储迅速连续三次降低联邦储蓄率后，市场又复苏了，危机也消除了。让很多经济学家和预言家感到奇怪的是，危机对美国毫无影响，美国经济在接下来的两年内稳定地增长了将近 5%。

危机的后果

尽管美国的经济表现良好，但是亚洲和新兴市场的危机还是对金融市场产生了影响。第一个影响是认识到发展中国家发展的速度不能像投资者希望的那样快。20 世纪 90 年代早期和中期国内生产总值迅速增长，但是其中大部分是因为国外投资盲目涌入所哄抬起来的。很多行业的过度投资和消费不可避免地导致了投资者的盲目热情。

第二个后果就是固定汇率制作为国际货币体系的寿终正寝。浮动汇率制真正成为全世界各国实施的货币体系。[12]事实上，固定汇率制对很多国家而言，是成也萧何，败也萧何。当国外投资进入国内市场时，货币当局会放松银根避免本币相对美元升值，以此保持固定汇率。放松银根会增加市场的投机性，但也有利于

11 对于救援行动的叙述，请参见 Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (New York: Random House, 2001)。

12 香港还是坚持联系汇率制，还有一些很小的国家也使得自己国家的汇率和美元或欧元挂钩。阿根廷在 2002 年 1 月废弃了联系汇率，使得其本国货币自由浮动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费品市场的繁荣。大量的美元在进口领域循环使用，导致了巨额的贸易赤字。出口的增加并不足以弥补经常账户的缺口，并最终导致外国投资者信心的丧失。

危机的另外一个影响是美国的通货膨胀率明显降低，美国政府债券避免市场动荡的作用被日益重视。正如第 2 章提到的，在 1997 年，股票和债券回报率的短期相关性发生了重大变化。在亚洲危机之前，股票和债券价格往往同方向变动，因为通货膨胀是投资者担心的主要问题。随后，由于通货紧缩和全球危机的交替发生，美国政府债券变成了避难天堂。股票和债券价格的相关系数变成了负数。

最后一点，美联储的行动极大地增加了市场对中央银行在艰难时刻驾驭经济能力的信心。随着 1998 年夏天以来的经济发展，越来越多的投资者相信中央银行能够采取行动结束经济危机。

这种类似的信心在 20 世纪 20 年代末期遍布整个股票市场。当时还没有经验的美联储被当作经济发展的保护人。因此，经济不断发展，股票价格节节上升。但是 1929 年的股灾和随后的银行危机使得美联储完全失去控制危机的能力。很明显，如今的中央银行更能防止经济从低迷发展成金融动荡。尽管如此，2001 年的经济衰退还是告诉投资者，虽然中央银行尽了最大努力来调控整个经济，但是市场经济还是会出现周期性的变化。

结论

20 世纪 90 年代末期发生的一系列事件对国际投资者来说不是好事。新兴市场的危机，日本漫长的熊市以及美元的坚挺使得持有美元的投资者的收益很难达到美国国内收益水平。同时，美国和国外股市相关性的不断增加使得国外股票的多样化作用在不断下降。

但是，我们也没有必要特别反对去外国投资。首先，我们并不知道国家间回报率的高相关性是否会持续很久。第二，即使不断上升的相关性是全球化的副产品，国外市场的流动性和透明度还是会增加的。在主要金融市场上市的证券必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求更加一致和严格的会计标准。

但是，影响国际投资最重要的变化是人们不再以公司的总部在哪个国家来决定是否购买该股票。世界经济全球化就是意味着管理能力、生产能力和市场能力要远比企业在什么地方重要得多。主要行业领域间回报率的相关性在下降，这就是说投资者应该在世界范围内顶级企业间进行多样化分散投资，而并不是特别关注于某个国家。

世界经济、市场一体化的趋势不可逆转，而且这种趋势必将持续到新千年中。没有一个国家有能力在每一个市场都占据主导地位，而且行业的领袖可以从全球的任何一个地方崛起。对于长期投资者而言，只盯着美国股票不放是一种危险的策略。就像90年代中期投资者错误估计新兴市场投机收益一样，认为如今发达国家回报率会持续下去的想法也是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第Ⅲ部分

经济环境与金融投资

第 11 章　金本位制、联邦储备和通货膨胀

第 12 章　股票和经济周期

第 13 章　影响美国金融市场的世界性重大事件

第 14 章　经济数据对金融市场的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

金本位制、联邦储备和通货膨胀

“有钱能使鬼推磨，股票市场上，金钱对股价至关重要。”

——马丁·沙威[1]

“即使美联储主席阿兰·格林斯潘私下告诉我他在未来两年将要采取的货币政策，我也不会改变我的投资策略。”

——沃伦·巴菲特[2]

1931 年 9 月 20 日，英国政府宣布放弃实行金本位制。英格兰银行将不再用黄金兑换银行储备或者英国货币(英镑)。英国政府坚持宣称此举只是“暂时的”，他们无意永久取消曾经做出的用黄金兑换英镑的承诺，但是这已经标志着金本位制在英国以及世界范围内结束的开始，金本位制在此之前，已经存在了 200 多年。

因为担心货币市场发生混乱，英国政府宣布关闭伦敦股票交易所。纽约股票交易所虽然没有关闭，但是也做好了应对股民在恐慌之下大量抛售股票的准备。作为世界第二大工业国的英国暂停金本位制无疑给世界其他工业国带来了恐慌，很多国家被迫放弃金本位制。纽约股票交易所有史以来第一次禁止股票的短期抛

1 摘自 *Winning on Wall Street* (New York: Warner Books, 1990), p. 43。
2 摘自 Linda Grant, “Striking Out at Wall Street,” *U.S. News & World Report*, June 30, 1994, p. 59。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售，以缓和可能出现的股价暴跌。美国中央银行称此次英国暂停金本位制将引起“规模空前的世界金融危机”[3]。

然而出乎纽约市民意外的是，股价经历了早期下跌后，又有了大幅度回升，有些股票价格在当天收市时甚至还超过了早期价格。很显然，英国暂停金本位制看来并没有给美国股市带来负面影响。

英国股市也没有出现要发生所谓“规模空前的世界金融危机”的迹象。9 月 23 日，英国股票交易所重新开业后，股价暴涨。美联社这样描述英国股票交易所的重新开业：

> “今天，经纪人像蜜蜂一样涌入股票交易所，被迫中断了两天的交易重新开始进行。许多股票价格上涨，他们为此欢呼雀跃。”[4]

与政府官员危言耸听的预言不同，股民们认为放弃金本位制有利于经济发展，对股票带来的好处则更大。由于暂停金本位制，英国政府可以扩大信用，放松银根，由此导致的英镑贬值，促进了英国的出口。股票市场看好，是放弃金本位制能够促进经济发展的有力证明，这也给保守的世界金融家当头一棒。事实上，1931 年 9 月英国股票市场已经达到了最低谷，开始有了回升的气象，而美国等其他仍然实行金本位制的国家则依旧深陷于大萧条中，情况还在继续恶化。从这种对比中，可以得出以下启示：金钱是股票市场的血液，中央银行保持货币流动性的能力对股票价值起着非常关键的作用。

货币数量和物价水平

1950 年，美国总统杜鲁门在国会咨文中所作的预测让整个美国国民为之一震：到 2000 年，美国一般家庭的收入将会达到 12,000 美元。当时一般家庭的收入为 3,300 美元，12,000 美元就像是一个天文数字，想要在 2000 年达到此目标意

3 "World Crisis Seen by Vienna Bankers," *New York Times*, September 21, 1931, p. 2.
4 "British Stocks Rise, Pound Goes Lower," *New York Times*, September 24, 1931, p. 2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着美国经济在下半个世纪必须以前所未有的高速度增长。

早期经济学家收集的数据表明，经济发展的特点是价格涨了跌，跌了又涨。而 20 世纪后半期经济发展趋势却是持续的通货膨胀，这与前半期大不相同。过去 50 年是什么促使通货膨胀不再是偶然现象而成为家常便饭呢？答案非常简单：控制价格的不再是黄金而是政府，同时，一套与货币、政府赤字和通货膨胀紧密相联的全新体系已经形成。

第 1 章图 1-3 描述了过去 200 年美国和英国的总体物价水平。两国的总体趋势惊人的相似：二战前没有全面的通货膨胀，二战后，则是持续的通货膨胀。50 年前，只有战争、农作物欠收或者其他危机才能导致通货膨胀。而战后的情况则完全不同。战后 50 多年来价格从未下降过；惟一不同的就是各年价格上升的速度不同。

经济学家认为，流通中的货币数量对价格水平起着最重要的影响。货币和通货膨胀之间的紧密联系很容易得到考证。图 11-1 描述了 1830-2001 年间，美国的物价水平和每单位实际国民生产兑值的货币数量和价格。物价水平的总体变化趋势与货币供给的变化趋势非常一致。

不仅美国如此，全世界范围内，货币和价格之间也存在着紧密联系。没有货币供给的持续增长，就不可能发生持续的通货膨胀，历史上每一次恶性通货膨胀的发生都伴随着货币供给的暴增。

为什么货币数量与价格水平有如此紧密的联系？因为货币价格与其他商品价格一样都是由供给和需求决定的。美元的供给是由中央银行决定的。而美元的需求则来源于整个经济中成千上万的家庭和企业之间进行的货物和服务交易，如果美元供给增加，而经济中的交易却没有增加到一定数量，就会导致通货膨胀。对于通货膨胀有一个经典的描述：过多的货币追逐过少的商品。这一说法在今天同样适用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

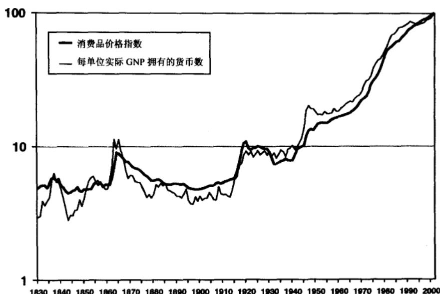


图 11-1 1830-2001 年度美国货币和价格指数

金本位制

在大萧条以前的 200 年间，世界上大多数工业国实行的都是金本位制，实行金本位制意味着各国政府有义务把本国货币兑换成一定数量的黄金。为了达到这个目的，各国政府必须持有足够多的黄金储备，以确保在货币持有者要求兑换时，有足够的黄金用来兑换。由于世界黄金数量是固定的(除非发现新的金矿，但金矿储量一般只相当于目前流通中黄金的一小部分)，所以，用黄金或者政府货币表示的商品价格在很长一段时间内保持相对稳定，有些价格甚至下降。

只是在战争等特殊危机时期，金本位制才发生过中断。英国是在拿破仑战争和第一次世界大战期间中断了金本位制，而且两次都是在战后便恢复了英镑与黄金的兑换比率。美国和英国一样也曾在战争等特殊时期中断过金本位制，而且也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在战后就恢复实行[5]。

19 世纪和 20 世纪早期之所以没有发生全面的通货膨胀就是因为坚持实行金本位制。但是，各国政府为了实现总体价格稳定也付出了代价。由于货币数量要保持与黄金等价，政府丧失了主动控制货币数量的权利。这就意味着在萧条或者金融危机时期，政府不能扩大货币供给以刺激经济增长，也不能通过扩大货币供给的方法来拉升下降的价格或者补偿增加的产出。

联邦储备的建立

严格遵守金本位制导致了货币流动性危机，迫使国会在 1913 年建立了联邦储备系统。联邦储备的职能之一就是保持货币供给的“弹性”，也就是说银行发生支付危机时，联邦储备可以充当最后贷款人。中央银行可以向商业银行提供货币以供储户提取存款，而无须强迫银行收回其贷款和其他资产。

长期来看，美联储的货币创造职能受到金本位制的制约，因为联邦储备货币也要兑换为一定数量的黄金，不过在短期，只要不威胁到联邦储备货币的兑换性，美联储就可以随意创造货币。事实上，美联储从来没有制定过任何决定货币数量的方针和标准。

金本位制的崩溃

仅仅过了 20 年，这种缺乏正确导向的货币政策便带来了灾难性的后果。1929 年股市大崩盘，紧接着，世界经济陷入严重衰退期。资产价格的不断下降和经济的不断下滑使人们对银行信心大减，怀疑倍增。储户从银行提走了数亿的存款，银行被逼到了绝境。由于制度上的严格限制，联邦储备没有能力发行足够多的货

5 内战期间，政府发行了没有黄金后备支持的货币，这些货币被称为绿背美钞，因为这些货币的惟一后盾是票面上的绿色墨水。不过 20 年后，政府用黄金兑换了所有这些货币，彻底扭转了内战时期的通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币来满足银行现金流动的需要。投资者为了进一步提高其资产的安全性，把政府证券兑换为黄金，这给那些金本位制国家的黄金储备带来了巨大压力。

1931 年 9 月 20 日，英国暂停用英镑兑换黄金，迈出了废除金本位制的第一步。18 个月以后，也就是 1933 年 4 月 19 日，随着大萧条的进一步延伸，美国也宣布暂停金本位制。

美国股市对于暂停金本位制的反应要比英国强烈得多。宣布暂停的当天股票价格上涨 9%，第二天又上涨 6%。连续两天上涨幅度如此之大，这在美国股市历史上是罕见的。股票投资者认为美国政府现在有能力发行足够多的货币来拉升价格，刺激经济，这对股票市场来说是一个利好消息：

> 罗斯福总统非常坚决地抛弃了那些维护美元旧体制的理论。否定了那些古老的神话，坚决支持货币管理……现在所要做的是通过自我约束来有效管理货币。我们一定可以做到这一点。[6]

战后贬值政策

非常具有讽刺意味的是，美国剥夺了本国公民用美元兑换黄金的权利，却很快恢复了外国中央银行的美元兑换，兑换比例为 1 盎斯兑换 35 美元。这是因为根据二站后签署的有关国际兑换的布雷顿森林（Bretton Woods）体系，美国政府承诺以 1 盎斯兑换 35 美元的比例，无条件兑换外国中央银行持有的美元货币。

在签署协议时，按这一比例兑换使美元略有贬值，但是在战后通货膨胀的影响下，这一价格对外国人来说越来越具有吸引力。兑换不断增加，导致美国黄金储备不断减少，但美国政府一直宣称自己无意改变用美元兑换黄金的政策。即使到了 1965 年，美国总统约翰逊在其总统经济报告中仍然毫不含糊地指出：

> 美国保持 35 美元兑换 1 盎斯黄金的能力和决心毋庸质疑。美国将以其全部资

6 摘自"We Start," *BusinessWeek*, April 26, 1933, p. 32。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源为后盾确保这一目标的实现。[7]

然而4年以后，也就是1969年，情况发生了变化，美国总统尼克松在其总统经济报告中这样说道：

> 金子的神话在逐渐破灭。但是，正如大家现在看到的那样，我们正在努力，我们可以做出一些改进。1968年，国会决议，停止过时的以黄金储备为支柱的货币体制。[8]

金子的神话？过时黄金储备支柱？政府最终承认货币政策不能受制于黄金，两国间金融和货币政策的指导方针也被认为是过时的，不正确的。

美国继续以1盎斯兑换35美元的官方价格兑换黄金，但在黑市上，兑换比价超过1∶40。外国中央银行疯狂地把自己持有的美元兑换成黄金。二战即将结束时，美国拥有300亿美元的黄金储备，到了1971年只剩下110亿，更糟的是，这时每个月还要向外再兑换出数以亿计的黄金。

在这种形势下，美国不得不有所作为。1971年8月15日，美国总统颁布了特殊的经济法案，宣布冻结工资和价格，并且永久停止"黄金通道"(gold window)——即外商把其持有的联邦储备债券兑换为黄金的渠道。这一法案是继"1933年罗斯福银行法定假日法"之后最令世界金融界震惊的法案。

然而，并没有几个人为废除金本位制而落泪。股票市场对尼克松这一法案的反应非常积极，交易量上升了4个百分点。(当然，这也要归功于工资和价格的控制以及高关税措施)这种现象并不令人吃惊，因为人们一点都不感到陌生。从前面提到的英国的例子中，我们已经看到：暂停金本位制或者货币贬值引起了英国股票市场有史以来最大的价格回升。

7 摘自*Economic Report of the President* (Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1965), p. 7。
8 摘自*Economic Report of the President* (Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1969), p. 16。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金本位制后的货币政策

彻底废除金本位制以后，无论是美国还是其他国家，货币扩张不再受到任何限制。1973-1974 年发生了第一次通货膨胀型石油危机，大多数工业化国家都未能幸免。石油危机导致产出下降，各国为了刺激产出，实施货币扩张政策，结果引起了更严重的通货膨胀。

由于货币政策往往容易引起通货膨胀，国会决定授权美联储控制货币扩张。1975 年，国会通过决议，要求美联储定期公布货币增长率。三年后，国会又通过了汉弗莱-霍金斯法案，要求美联储监控货币政策并向国会陈述其货币政策目标，每月两次。这是美联储成立 60 年以来，国会明确向其提出的第一个控制经济中货币量的具体要求。[9]

但非常遗憾的是，19 世纪 70 年代美联储并没有很好地完成它自己制定的货币政策目标。1979 年发生的严重通货膨胀给美联储带来了巨大压力，它不得不考虑改变政策，加强对通货膨胀的控制。1979 年 6 月，Paul Volcker(1979 年 4 月被任命为美联储主席，取代了 William Miller)宣布了一项实施货币政策过程中的根本性变革。美联储将不再通过制定利率来指导货币政策。美联储今后的主要职能是控制货币的供给，而不考虑利率的变化。

这一政策将导致货币流动性很快受到限制，这对金融市场是一个巨大的冲击。与尼克松冻结价格，关闭“黄金通道”的新经济政策相比，Paul Volcker 在星期六晚上宣布的这个政策(后来被债券和股票交易商称为“周六夜大屠杀”)带来的影响并没有那么快，但该政策同样扰乱了金融市场。股票市场陷入混乱，宣布新政策后两天半，交易量下降了 8 个百分点。股民们提心吊胆，唯恐美联储会突然收回过去十年一直实行的支撑着通货膨胀的货币和信用。

几年后，Volcker 货币紧缩政策最终打破了通货膨胀的恶性循环。美国以及日

9 2000 年汉弗莱-霍金斯法案被中止，不过美联储主席格林斯潘同意继续每个月向国会汇报两次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本和德国(这些国家也都采取过相应的货币政策以克服通货膨胀)的经验都表明：紧缩货币是控制价格的惟一有效的方法。

联邦储备和货币创造

美联储改变货币供给和控制信用状况的方法非常简单。如果美联储想要增加货币供给，就在公开市场(每天债券交易额数亿以上)上购买政府债券。与一般交易商不同的是，美联储购买政府债券不需要支付现金，而是直接贷记出售债券的银行在美联储的储备账户，这样便创造了货币。储备账户是各个商业银行在美联储保持的一定比例的存款，目的是为了履行美联储准备金义务和便于商业银行间的清算。

如果美联储想要减少货币供给，就在公开市场上出售其持有的政府债券。债券购买者会指示委托银行在其账户上扣除购买债券买所需的金额。接着，美联储便借记该银行储备账户，那些货币便退出了流通领域。

美联储买卖政府债券的这种行为被称作公开市场业务。公开市场购买增加银行系统的准备金，公开市场销售减少准备金。

美联储怎样影响利率

美联储在公开市场上买卖政府债券可以影响银行系统的准备金。银行间形成了一个利用这些准备金进行交易的市场，该市场中买卖成交非常踊跃，每天有数亿的交易额。这个市场被称为联邦基金市场，借贷这些基金的利率被称为联邦基金利率。

虽然这个市场被称为联邦基金市场，市场却不是由政府控制，市场上交易的也不是政府债券。联邦基金市场是一个银行间的私人放贷市场，利率是由基金的供给决定的。当然，美联储对联邦基金市场有巨大的影响力。如果美联储购买证券，准备金的供给就增加，准备金增加就意味着银行可以用来放贷的资金金额增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加，基金利率就下降。相反，如果美联储出售证券，准备金的供给减少，由于银行间争夺剩余准备金，基金利率就会上升。联邦基金的贷款期限只有一天，但是联邦基金利率却成为制定所有其他短期利率的基础。这些利率包括美国优惠利率，优惠利率是目前大多数消费贷款、国库券利率以及欧洲美元贷款的基准利率。总之，联邦基金利率差不多是美国所有贷款和证券利率的基础。

美联储政策行为和利率水平

从短期和中期来看，利率是对股票价格惟一最具有影响的因素。这是因为在投资组合中，债券和股票处于相互竞争的地位。如果利率上升，债券对于投资者而言就会更具有吸引力，需求就会增加，投资者就会卖掉股票转而购买债券，直到股票收益重新变得与债券收益相当，投资者才会减少转换。如果利率下降，则相反。

过去的 40 年，联邦基金利率的变化是预测股价变化的一个很好的参考因素。表 11-1 反应了标准普尔股票指数在联邦基金利率改变初期以及改变后 3、6、9 和 12 个月以后的变化情况。

美联储的行为带来的影响是非常显著的：如果基金利率上升，股票收益就会明显低于平均水平；相反，如果基金利率下降，股票收益就会明显高于平均水平。从 1955 年开始，基金利率 99 次上升后第 12 个月的股票总收益率是 7.4%，而基金利率 99 次下降后的股票总收益是 16.6%。这些年的平均收益率是 12.2%。如果一直遵循这种规律发展，投资者很显然可以采用购入并持有策略，在美联储放松银根时，增加股票持有，在紧缩银根时，减少股票持有。

这一策略在 20 世纪 50 年代到 80 年代一直都非常有效，但到了 90 年代和 21 世纪初，就变得不那么好用了。原因之一是金融界已经非常善于观察和预测美联储的政策取向，市场上紧缩和放松银根的效果大大弱化了。还有一个原因就是美联储政策对高科技股票的价格影响不大。因为高科技公司的债务一般较少，而且在整个资本预算中技术投资是最不可能被削减的，所以很多投资者认为这些高科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技公司是不受利率影响的。

表 11-1 联邦基金利率变化和变化后的股票收益率(括号里是变化的次数)

1955-2001	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
上升(99)	1.2%	2.9 %	5.9%	7.4%
下降(99)	5.3%	9.7%	12.4%	16.6%
基准利率*	3.0%	6.1%	9.1%	12.2%
1955-1959				
上升(18)	5.0%	7.0%	10.1%	11.8%
下降(8)	6.4%	17.4%	27.8%	36.0%
基准利率*	3.3%	6.4%	8.9%	11.4%
1960-1969				
上升(22)	-1.2%	1.2%	1.4%	2.6%
下降(17)	3.5%	6.1%	7.4%	8.6%
基准利率*	2.2%	4.1%	6.2%	8.4%
1970-1979				
上升(29)	-1.9%	-1.2%	3.7%	4.8%
下降(26)	6.5%	11.1%	13.8%	17.7%
基准利率*	1.9%	4.3%	6.7%	9.3%
1980-1989				
上升(16)	3.9%	4.2%	9.1%	8.6%
下降(23)	6.5%	12.9%	14.9%	21.1%
基准利率*	4.3%	8.8%	13.0%	16.9%
1990-2001**				
上升(14)	3.2%	7.1%	8.8%	13.1%
下降(25)	4.0%	5.4%	7.4%	10.5%
基准利率*	3.4%	6.8%	10.4%	14.4%

*所选样本中所有年份的平均值。

**假设标准普尔 500 指数在 2002 年保持不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种错误想法导致 1999 年和 2000 年美联储采取紧缩政策时，高科技股价却持续上升。标准普尔 500 指数在 2000 年 3 月就达到了峰值，而很多高科技股价在 8 月份都还在上涨。股价过分高估，以至于随后美联储的宽松政策并没有有效地起到再次拉升股票价格的作用。虽然 2001 年美联储 11 次降息，但是股票总体价格尤其是高科技股的价格当年末仍然非常低。

所以股票投资者的投资策略不能再依赖美联储，不要期望美联储政策会给股票市场带来像以前那样的效果。当然，中央银行政策对金融市场来说仍然非常关键。低利率水平和现金流动性对股票市场仍然至关重要。但是至少从 1990 年开始，货币政策行为就没有对股票市场产生持续的影响。

股票用作规避通货膨胀风险的套期保值工具

虽然中央银行只能调节而不能消除经济周期，但就通货膨胀而言，其政策却最具影响力。正如前面所述，19 世纪 70 年代之所以发生持续 10 余年的通货膨胀就是因为中央银行货币供给的过分扩张，当时中央银行认为采取扩张政策可以抵消 OPEC 限制石油供给带来的负面影响，但结果却未能如愿。这次货币扩张政策使大多数工业化国家的通货膨胀率达到了两位数的水平，美国最高时达到 13%，而英国则超过了 24%。

与固定收益资产的通货膨胀风险不同，历史经验有力地表明：股票的长期收益率会随着通货膨胀率的上升而上升。因为股票收益最终来源于实有资产的增值，所谓实有资产是指那些本质上与劳动力和资本相联系的资产，所以认为股票的长期收益率不会受通货膨胀的影响是有道理的。比如说，二战开始后的半个世纪是美国历史上通货膨胀最高的时期，但是股票的实际回报率却超过了前 150 年的水平。一项资产比如说股票，能够在通货膨胀时期保持购买力，就说明该资产可以作为规避通货膨胀风险的套期保值工具。

事实上，20 世纪 50 年代，面对消费品价格的不断上涨，股票被广泛用于套期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保值，而且备受称赞。正如第 6 章所述，虽然股息收益率第一次降到了长期债券收益率以下，但很多投资者仍然宁愿持有股票。不过 19 世纪 70 年代股票受到了通货膨胀的严重影响，股票不再像以前那样被认为是规避通货膨胀风险的有效工具。

如何从历史经验中看出股票是一个有效规避通货膨胀风险的套期保值工具呢？图 11-2 中三条曲线分别代表 1871-2001 年间，以复利计算的 1 年期和 30 年期股票、债券和国库券在各种通货膨胀率下的年收益率。

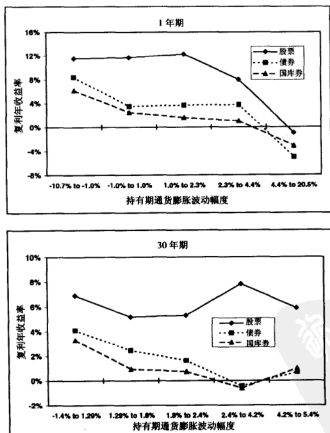


图 11-2 持有期收益率与通货膨胀 1871-2001

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该图表明，从短期来说，无论是股票、债券还是国库券都不是好的规避通货膨胀风险的套期保值工具。当通货膨胀率比较低时，这些金融资产的短期收益率比较高，随着通货膨胀率的上升，收益率不断下降。但是，在长期，股票的收益率实际上不受通货膨胀率的影响。从图中还可以看出，无论是长期还是短期，固定收益资产的收益率都没有股票高。

这是 Edgar Smith 的著作《长期投资——普通股》中的主要结论。Smith 以美国内战后和 19 世纪末的数据作为研究对象，得出在物价下降和上升时期，股票优于债券的结论。Smith 在 70 年前发表的研究成果不仅在当时很有说服力，在现在也是如此。

为什么股票在短期内不能规避通货膨胀风险

高利率

短期内，股票之所以不能作为规避通货膨胀风险的套期保值工具有其深层次的原因。比较通俗的解释是：通货膨胀导致债券利率上升，债券利率上升导致股票价格下降。也就是说，通货膨胀必须使股票价格降得足够低，从而使股息率或者收益率上升，达到与债券收益率相当的水平。事实上，这就是第 6 章美联储模型所描述的内容。

不过这种解释并不完整。人们早就发现，预期价格上涨会促使利率上升。美国 20 世纪初著名经济学家 Irving Fisher 指出：为了抵消通货膨胀的影响，贷款人会在原来贷款利率的基础上增加一个溢价。Fisher 认为市场利率由两部分组成：实际利率和通货膨胀预期。实际利率是指不发生通货膨胀的情况下占主导地位的市场利率，通货膨胀预期则是指由于通货膨胀导致货币贬值而补偿给贷款人的溢



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价。[10] 这种关系被称为 Fisher 方程。[11]

高通货膨胀预期不仅促使利率上升，同时也促使股民可支配的未来预期现金流增加。股票的收益最终来源于实有资产的增值。无论该实有资产是机器制造的产品还是劳动力、土地或者理念的产物，只要通货膨胀导致投入成本增加，产出价格也肯定会上升。因此，未来现金流也将会增加，以满足价格上涨的需要。

如果通货膨胀对投入和产出价格具有同样的影响，即使利率上升，股票的未来现金流的现值也不会受到负面影响。较高的未来收益会抵消高利率的影响，从而，从长期来看，股票价格以及收益和股息水平会随着通货膨胀率的上升而上升。股票收益随着物价的上升而上升，股票就成为一个彻底地规避通货膨胀风险的套期保值工具。

成本推动型通货膨胀

如果发生的是货币型通货膨胀，即通货膨胀对成本和利润的影响是一样的，那么上面的结论就成立。但实际中，由于受到很多客观条件的限制，收益并不能完全抵消通货膨胀的影响。20 世纪 70 年代股票价格下降，就是因为石油输出国组织(OPEC)限制石油产量使能源成本大增，而公司产出价格却不能够像投入成本价格那样提得那么高。

本章的开头部分提到导致20世纪70年代通货膨胀的原因是错误的货币政策，该政策的执行本想要抵消 OPEC 石油价格暴涨带来的负面影响，可是却事与愿违。这样看来，决不能忽视 OPEC 的政策对美国企业利润带来的巨大影响。美国的厂

10 利息是税前扣除的，所以要想使发生通货膨胀时的实际利息成本与没有发生通货膨胀时保持一致，利率的上升幅度就必须等于预期通货膨胀率/(1－税率)(这被称为 Darby 效应，按照 Michael Darby 的名字命名)，但从历史经验来看，利率并不会涨这么高，这样，在通货膨胀时期，债务融资便给公司带来了净收益。

11 参见 Irving Fisher, The Rate of Interest (New York: Macmillan, 1907)。精确的 Fisher 方程是：名义利率＝实际利率＋预期通货膨胀率＋实际利率×预期通货膨胀率。如果预期通货膨胀率不是很高，最后一项可以忽略不计。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商多少年来一直都是凭借着低成本兴旺起来的，他们完全没有做好应对能源成本暴涨的准备。伴随着第一次 OPEC 石油紧缩而来的经济衰退严重打击了股票市场。生产力受到严重破坏，到 1974 年末，以道·琼斯工业指数衡量的实际股票价格与 1966 年 1 月的高水平相比，下跌了 65%——这是自 1929 年大萧条以来最大的一次股票价格下跌。当时悲观主义在全国蔓延，1974 年 8 月，将近一半的美国人认为美国经济正在朝着 20 世纪 30 年代那样的大萧条而下滑。[12]

美联储政策、经济周期和政府支出

应对石油供给限制和生产力衰退而采取的不适当的货币政策并不是导致股票价格对通货膨胀反应迟钝的惟一原因。还有一个原因是投资者担心中央银行会采取限制措施以制止价格上涨，如果真是如此，必然会提高短期实际利率水平。而且，通货膨胀一般出现于经济周期的晚期，投资者往往把通货膨胀当作经济衰退和低利润即将发生的信号。在这种情况下，投资者在通货膨胀严重起来之前首先压低股票价格就显得非常合理。

通货膨胀，尤其是在欠发达国家，也常常和大额政府预算赤字以及政府过度支出紧密相连。因此，通货膨胀也常常预示着政府将要在经济中扮演更重要的角色，这将导致低速增长、低企业利润和低股票价格水平。

通货膨胀和美国税法

另外一个导致股票难以作为短期通货膨胀套期保值工具的原因就是美国税法。在通货膨胀时期，税法使得股民在以下两个方面的利益上受到损害：企业利润和资本利得。

12 1974 年 8 月 2~5 日进行的 Gallup 民意测验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业利润的通货膨胀歪曲

在股票分析中，分析家常常要指出报表利润的质量，所谓利润质量是指利润在多大程度上反映了公司的实际盈利能力。但是，低质量的利润并不总是公司的错。由于所采取的标准和会计方法没有合理考虑通货膨胀对企业利润的影响，报表中的企业利润很可能被歪曲。这些歪曲主要表现在对折旧，存货估价和利息成本的处理上。

厂房、设备和其他资产的折旧主要基于其历史成本。一项资产在其使用寿命中，市场价格可能会发生一些变化，但折旧方法却不可能在任何价格变化后都做相应调整。在通货膨胀时期，资产的重置成本上升，但利润报表不会对折旧作任何调整。没有考虑重置成本上升带来的相应折旧溢价，折旧额被低估了。这导致报表中折旧被低估、利润被高估。

折旧不是利润报表中惟一可能造成偏差的因素。在计算销售成本时，需对存货进行统计，公司要考虑存货的历史成本，历史成本的计算可以采用“先进先出法”，也可以采用“后进先出法”。发生通货膨胀时，历史成本和销售价格之间的差距扩大，这便给公司创造了通货膨胀利润。这些“利润”并不是公司实际营利能力提高的反映，而只是记录了公司部分资产也就是存货的周转，这部分利润被看作是货币性利润。对存货的处理与公司对厂房和设备等其他资本的处理不同，存货在计价时会根据市场实际价格水平对计价方法进行一些调整，而在计算利润时，并不会针对实际情况对厂房和机器等其他固定资本进行重新估价。

商业部是负责统计经济数据的政府部门，它对这些情况了如指掌，从 1929 年开始的国民收入和产出统计中就对折旧和存货估价进行调整。但是美国国税局在征税时并不考虑这些调整因素。国税局要求企业按照报表利润纳税，即使利润被通货膨胀拉高也不例外。这些歪曲降低了公司向股民所报利润的质量。

这些通货膨胀偏差通常会带来比较严重的影响。在发生高通货膨胀的 20 世纪 70 年代，公司报表中利润高估比例超过 50%，这意味着这段时期报表利润的质量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常低。相反，在20世纪80和90年代的低通货膨胀时期，从通货膨胀偏差程度来看，报表利润的质量有了大幅度地提高。[13]

利息成本的通货膨胀偏差

还有一个通货膨胀导致的公司利润歪曲，在政府数据中没有体现出来。这个歪曲是基于通货膨胀对利息成本的影响，与折旧和存货利润不同，这种歪曲通常导致公司报表中利润被低估。

许多公司通过发行债券或者银行贷款等固定收益资产募集资金。这些借款起到了财务杠杆的作用，因为还本付息后的剩余利润都归股东所有。发生通货膨胀时，即使实际利息成本保持不变，名义利息成本也会提高，这便高估了公司的实际利息成本。这导致公司报表所反映的利润比实际利润低。

非常遗憾的是，我们并不能对利息成本造成的偏差进行定量分析，因为很难确定利息成本究竟有多少是由通货膨胀造成的，有多少是由实际利息成本造成的。偏差程度取决于公司财务杠杆的大小，同时，这种偏差在一定程度上也抵消了折旧和存货偏差导致的公司报表利润被高估的部分。

通货膨胀和资本利得税

美国资本利得税是按照资产成本和销售价格之间的差额征收的，没有进行任何通货膨胀调整。如果资产价格因为通货膨胀而上涨，投资者必须在资产售出后交纳资本利得税，而不管是否真正盈利。这就意味着即使资产增值比率小于通货膨胀率（表明资产实际价值下降），公司同样要在出售资产时交纳资本利得税。

第4章表明税法对投资者的税后实际回报率有很大影响。即使在3%的低通货膨胀率下，5年平均持有期的投资者，其税后实际回报率与零通货膨胀率情况

13 从1990年开始，公司又了引入了其他一些歪曲利润的因素。参见第6章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下相比，也会减少 0.5%。如果通货膨胀率上升到 6%，收益损失则超过 0.94%。

持有期越短，通货膨胀率对税后实际回报率的影响越大。这是因为投资者的买卖越频繁，政府征收名义资本利得税的次数越多。当然，通货膨胀对长期投资者的实际回报率也具有很大影响。如果股票隐藏在具有税款递延作用的账户下，通货膨胀率的影响则更为严重，因为在这种情况下，资本利得是被当作正常利润而按照所得税税率征税。

结论

本章分析了货币在整个国民经济和金融市场中的作用。二战前，美国和大多数工业化国家根本不存在通货膨胀。然而，大萧条废除了作为世界货币体系核心的金本位制，控制货币和通货膨胀就成为中央银行的职责。随着美元和其他主要货币不再受控于黄金数量，通货膨胀，而不是通货紧缩，就成为中央银行必须想办法对付的大麻烦。

世纪之交，通货膨胀率有所下降，但投资者绝对不必担心通货紧缩会重来。美联储对通货紧缩的破坏力非常敏感——债务负担加重、破产增加和利润下降。中央银行不再受制于金本位制，可以通过货币创造来刺激经济。预计接下来的 10 年，美国将会保持 2~3%的温和通货膨胀。

本章内容还告诉读者股票并不是短期内有效规避通货膨胀风险的套期保值工具，而且也没有其他工具可以起到这个作用。而在长期，股票是一个非常好的规避通货膨胀风险的套期保值工具，债券则不是。如果担心发生高通货膨胀，股票是最好的金融资产选择，因为很多高通货膨胀率的国家仍然具有良好甚至繁荣的股票市场。相反，固定收益资产则不具备这种资产保值作用。

虽然通货膨胀对股票的影响比对债券的影响小，但这并不表示通货膨胀对股东没有不利影响。发生通货膨胀时，由于担心美联储会紧缩银根，交易商可能会停止股票交易，或者至少在短期来说是这样。通货膨胀还导致公司利润高估和纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税额增加。而且，由于美国资本利得税没有指数化，通货膨胀导致投资者实际交纳的税款比没有通货膨胀的情况下要多。美国纳税体系造成的歪曲使公司和投资者在发生通货膨胀时都需要交纳更多的税，如果把资本利得税和公司所得税指数化，这种歪曲可以在一定程度上得到修正。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

股票和经济周期[1]

近几十年来发生了 5 次经济衰退，而股票市场信号却表明会发生 9 次。

——保罗・萨谬尔森[2]

我非常希望自己能够正确预测市场和经济衰退，然而这是不可能的，所以只要投资于像巴菲特这样高回报的公司我就满意了。

——彼得・林奇[3]

1987 年夏，一位备受尊敬的经济学家发表了一篇演说，听众包括很多金融分析师、投资顾问和股票经纪人。听众希望该经济学家能够解开他们心中一个共同的疑团。当时，股价几乎每天都会达到一个新高，使得股息收益率降到了最低记录水平，而市盈率则一路飙升。眼前这些繁荣景象是真实的吗？听众们想要知道美国经济走势是否真正如此看好？经济是否可以支持如此高的股价？

经济学家的演讲非常乐观。她预测下一年美国实际国民生产总值将会增长

1 本章节选于我的论文“Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?” *Journal of Portfolio Management* 18(Fall 1991):27–34。论文素材得益于与保罗・萨谬尔森的讨论。

2 参见“Science and Stocks,” *Newsweek*, September 19, 1966, p. 92。

3 参见Peter Lynch, *One Up on Wall Street* (New York: Penguin Books, 1989), p. 14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4%，这是一个非常健康的增长率。至少3年内美国不会发生经济衰退，即使3年后发生衰退，也将会非常小。企业利润是推动股价上涨的主要因素，在未来至少三年内将以两位数的年增长率增长。除此以外，她还预言共和党将会轻松赢得第二年的总统选举，这种形势显然是大多数保守的听众非常愿意看到的。显而易见，听众们很喜欢他们所听到的这一切。他们的忧虑得到了一定的缓解，很多人甚至已经打算建议他们的客户增加股票投资了。

众所周知1987年夏，股票价格已经有了将要暴跌的趋势，这是有史以来最严重的股价下跌，1987年10月19日，股票价格下跌了23%，创下了历史纪录。此后，仅仅过了几周，股票价格便降到了当初经济学家发表演讲时价格的一半。该经济学家以前所作的认为经济将会健康发展的预测从未失败过，惟独这一次历史和她开了一个玩笑，这也是整个事件中最具有讽刺意味的地方。

从这里得到一个教训，那就是：市场和经济很多时候并不同步。这也就是为什么很多投资者制定其投资策略时并不相信经济学家所做预测。本章开篇时引用的保罗·萨谬尔森的著名论断在其提出后30多年来依然正确。

当然，检查投资组合决策时，我们决不能无视经济周期的存在。股票市场对经济活动的反应仍然非常强烈。图12-1描述了标准普尔500股票指数在经济周期不同阶段的表现情况。虽然存在一些“错误警告”，比如说1987年股票崩盘前并没有发生经济衰退，但总体来说，在经济衰退之前股价一般会下降，而在经济出现即将恢复迹象时，股价一般都会回升。如果能够准确预测经济周期，您就可以采取本书前面章节提到的“购入并持有”策略。

不过，要准确预测经济周期并不容易。要想通过预测经济周期来赚钱，必须要能够在经济周期高峰或低谷到来之前，提前做出预测，具有这种本事的经济学家没有几个。华尔街有很多人在费尽心思进行经济周期预测，这并不是因为预测很成功——恰恰相反，大多数情况是失败的——而是因为如果预测成功，带来的潜在利益将非常之大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

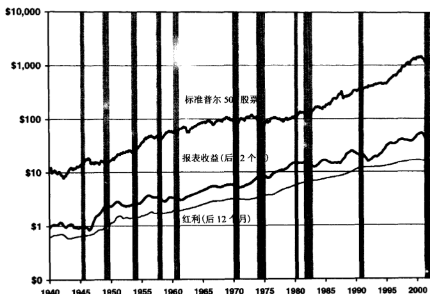


图 12-1 1940~2001 年经济周期的标准普尔 500 股票指数、收益和红利

谁在公布经济周期

出乎很多人意料，美国经济周期长短的测定并不是由某个统计经济数据的政府机构做出的，而是由私人研究组织——美国经济研究局(NBER)做出的。NBER 成立于 1920 年，主要职能是进行经济周期研究和一系列国民收入统计。成立初期，NBER 按照时间顺序，编制了很多工业化国家经济环境变化的全记录。美国和英国是研究的重点，NBER 编制了从 1854 年起美国和英国经济活动的月份报告。

1946 年 Wesley C. Mitchell(NBER 的创始人之一)和 Arthur Burns(著名经济周期研究专家，后来担任美国联邦储备金监察小组组长)合写的论文“经济周期测定(Measuring Business Cycles)”中，这样定义经济周期：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期是国家总体经济活动的波动，这种波动又主要体现在企业活动上：经济周期以很多国民经济各部门的同时扩张开始，接着，各部门同时陷入总体衰退或者收缩，随后经济开始复苏，然后又开始下一轮的扩张。这种变化顺序会重复不断发生，但是这种变化不是定期的。经济周期长短不一，有的只有 1 年多，而有的甚至超过 10 年、12 年，而且这些比较长的经济周期是不能被分割为若干个小经济周期的。[4]

GDP 是经济产出最全面的统计，一般认为如果 GDP 连续两个季度下滑，就认为经济出现了衰退。当然，这并不是绝对的。虽然这是衡量经济衰退的一个比较合理的标准，但这并不是 NBER 采用的惟一标准。NBER 从四个不同方面来考察经济周期是否从一个阶段进入另一阶段。这四个方面包括：就业率、工业生产、实际个人收入与实际产出和贸易额。

经济周期的长短是由 NBER 经济周期测定委员会确定的。委员会由很多经济学家组成，只要条件允许，他们就会开会共同研究经济数据。1802~1997 年间，美国经历了 41 次衰退，平均时间约 18 个月。这意味着过去 195 年间，美国几乎有三分之一的时间处于衰退期。不过如果从二战后开始算起，只有 10 次衰退，平均时间 10 个月，而平均扩张时间为 50 个月。这也就是说，战后美国经济只有六分之一的时间处于衰退。

经济周期的测定非常重要。确定经济是处于衰退期还是扩张期无论是从经济角度还是从政治角度来说，都具有很重要意义。比如说，NBER 曾经指出 1990 年美国经济从是 7 月份开始衰退的而不是从 8 月份开始，让华盛顿政府甚为尴尬。为什么会这样呢？这是因为布什政府已经向民众宣称伊拉克入侵科威特和石油价格上涨导致了美国经济衰退。而 NBER 却指出经济衰退早在一个月前就开始了，这使得布什政府给经济衰退找的理由不攻自破。

---

4 Wesley C. Mitchell and Arthur Burns, "Measuring Business Cycles," *NBER Reporter* (1946).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期测定委员会从来都不急于宣称经济发展开始转向。NBER 也从来都没有因为数据更新或者被修改而推翻过它对经济周期所做的任何一次判断——NBER 还将继续坚持立场。现任经济周期测定委员会（7 人组成）主席 Robert E. Hall 指出，“NBER 从来都是在非常有把握的情况下才宣布经济进入高峰和低谷的，NBER 不会因为得到了新数据而修改以前用来判断经济周期的数据。”[5]

NBER 近 20 年来对经济周期所做的判断充分说明了这一点：NBER 到 1982 年 1 月才宣布 1981 年 7 月经济达到高峰，1983 年 7 月宣布 1982 年 11 月经济达到低谷。过了 9 个月之后，NBER 才宣布 1990 年 7 月经济进入扩张高峰， 1992 年 12 月才宣布 1991 年 3 月的经济低谷，过了 21 个月。在 11 月才宣布 2001 年 3 月的经济高峰……由此看出，等到 NBER 公布经济周期后，再制定市场策略显然太晚了。

经济周期转向前后的股票收益率

一般来说，股价在经济衰退之前下降，在经济恢复之前上升。事实上，股票总体收益指数在 1802 年开始到现在为止的 42 次经济衰退中有 39 次或者在 93% 的衰退之前经历了（或者伴随着）8%或者更大幅度的下降。有三次例外，分别是：1829-1830 年的衰退、二战刚结束时伴随经济调整出现的衰退和 1953 年的衰退。在这三次衰退前，股票总体收益指数下降幅度都没有达到 8%。

表 12-1 描述了战后 10 次经济衰退前的股票收益率。从中可以看出，股票收益指数在经济衰退开始之前达到峰值，但达到时间从 0 到 13 个月不等。1980 年 1 月和 1990 年 7 月的经济衰退之前，股市并没有事先发出经济即将下滑的警告，这在美国历史上是比较罕见的。

5 参见 Robert Hall, “Economic Fluctuations,” *NBER Reporter* (Summer 1991)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-1 经济衰退和股票收益

经济衰退	股标指数峰值(1)	经济周期峰值(2)	两个峰值之间的间隔时间(3)	从(1)到(2)股票指数下降幅度(4)	12月股指最大下降幅度
1948-49	1948.5	1948.11	6	-8.91%	-9.76%
1953-54	1952.12	1953.7	7	-4.26%	-9.04%
1957-58	1957.7	1957.8	1	-4.86%	-15.32%
1960-61	1969.12	1960.4	4	-8.65%	-8.65%
1970	1968.11	1969.12	13	-12.08%	-29.16%
1973-75	1972.12	1973.11	11	-16.29%	-38.80%
1980	1980.1	1980.1	0	0.00%	-9.55%
1981-82	1980.11	1981.7	8	-4.08%	-13.99%
1990-91	1990.7	1990.7	0	0.00%	-13.84%
2001	2000.8	2001.3	7	-22.94%	-26.55%
		平均值	5.7	-8.21%	-17.47%

正如本章引言中萨谬尔森所说的，股市也可能会发出错误的警告，这种可能性在战后增大了。股票累计收益指数下降 8%或者更多，但指数下降后 12 个月内并没有发生经济衰退，从 1802 年开始，出现了 12 次这样的情况。(不包括战争年代，因为战争年代股市下滑往往和战时经济扩张并行)。有 5 次发生在 19 世纪，而有 7 次发生在 20 世纪。20 世纪的 7 次都发生在二战后。

从表 12-2 可以看出战后道·琼斯工业平均指数下降超过 10%，但并没有出现经济衰退。1987 年 8 月到 11 月道·琼斯工业平均指数下降 35.1%，这是美国近两个世纪来最大的股指下跌，但美国经济随后并没有陷入衰退。我们将在 16 章讨论 1987 年股市大崩盘并解释它为什么没有导致经济下滑。

表 12-3 比较了股票收益指数低谷与 NBER 公布的经济周期低谷。股市回升与经济恢复之间的平均间隔时间为 5.1 个月，而且在 9 次经济下滑中有 8 次的间隔时间是在 4~6 个月之间。股市峰值与经济周期峰值之间的平均间隔时间较长，为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.7 个月；与股市低谷和经济周期低谷相比，这些峰值和峰值之间的间隔时间也表现出更大的灵活性和更弱的可预测性。有一点非常重要，从股市低谷到经济周期低谷之间这段时间，股价平均上涨 24%。如果投资者等到经济周期达到最低谷后才调整投资策略，就错过了股价上涨的大好机会。

表 12-2 股市的错误警告

（战后道·琼斯工业平均指数下降超过 10%，但在随后的 12 月内并没有出现经济衰退）

股指峰值	股指低谷	下降幅度（%）
1946.5.29	1947.5.17	-23.2%
1961.12.13	1962.1.26	-27.1%
1966.1.18	1966.9.29	-22.3%
1967.9.25	1968.3.21	-12.5%
1971.4.28	1971.11.23	-16.1%
1978.8.17	1978.10.27	-12.8%
1983.11.29	1984.7.24	-15.6%
1987.8.25	1987.12.4	-35.1%
1997.8.6	1997.10.27	-13.3%
1998.7.17	1998.8.31	-19.3%

表 12-3 1948-1991 年经济扩张和股票收益

衰退	股指低谷（1）	经济周期低谷（2）	两个低谷之间的时间间隔（3）	从（1）到（2）股指上升幅度（4）	股指从（2）上升 8% 所用的月份数（5）
1948-49	1949.5	1949.10	5	15.59%	3
1953-54	1953.8	1954.5	9	29.13%	5
1957-58	1957.12	1958.4	4	10.27%	1
1960-61	1960.10	1961.2	4	21.25%	2
1970	1970.6	1970.11	5	21.86%	3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

衰　退	股指低谷(1)	经济周期低谷(2)	两个低谷之间的时间间隔(3)	从(1)到(2)股指上升幅度(4)	股指从(2)上升8%所用的月份数(5)
1973-75	1974.9	1975.3	6	35.60%	5
1980	1980.3	1980.7	4	22.60%	2
1981-82	1982.7	1982.11	4	33.13%	3
1990-91	1990.10	1991.3	5	25.28%	3
		均值	5.1	23.86%	3.0
		平均标准差	1.73	8.59%	1.41

*2001-2002 年经济衰退时期的数据无法得到。

根据经济周期及时调整投资策略

表 12-4 表明了投资者根据经济活动的高峰和低谷及时调整投资策略而带来的超额回报。由于股票收益率在经济衰退之前下降，在经济下滑开始之前，投资者会卖掉股票购买国库券(如果他们能够确定经济转折点的话)，当经济恢复前景看好时，他们会重新进行股票投资。在经济高峰到来之前(或到来之后，由于判断错误)的一定时间内把股票转换为国库券，又在经济低谷到来之前(或之后)的一定时间内把国库券转换为股票，投资者的这种操作所带来的收益叫做转换收益率。在整个经济周期一直持有股票带来的收益叫做购买并持有收益率。转换收益率与购买并持有收益率之差被称为超额收益率。[6]

6 与购买并持有策略一样，购买并持有收益率是经过调整的，代表同样的市场风险水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-4 1802-1991* 经济周期转折时期的超额收益

		在经济高峰到来之前把股票转换为国库券				经济高峰	在经济高峰到来之后把股票转换为国库券			
		4个月前	3个月前	2个月前	1个月前		4个月后	3个月后	2个月后	1个月后
在经济低谷到来之前把国库券转换为股票	4个月前	**4.8**	4.0	4.2	4.1	3.3	2.7	2.1	2.2	1.9
	3个月前	4.0	**3.3**	3.5	3.3	2.6	1.9	1.4	1.5	1.3
	2个月前	3.3	2.6	**2.8**	2.6	1.9	1.2	0.7	0.8	0.7
	1个月前	2.5	1.8	2.0	**1.8**	1.1	0.5	0.0	0.1	0.0
经济低谷		1.9	1.2	1.4	1.2	**0.5**	-0.2	-0.7	-0.6	-0.7
在经济低谷到来之后把国库券转换为股票	1个月后	1.5	0.8	1.0	0.8	0.1	**-0.6**	-1.1	-1.0	-1.1
	2个月后	0.9	0.2	0.4	0.2	-0.5	-1.1	**-1.7**	-1.6	-1.7
	3个月后	0.5	-0.2	0.0	-0.2	-0.9	-1.5	-2.1	**-2.0**	-2.1
	4个月后	0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-1.1	-1.7	-2.2	-2.1	**-2.2**

战后，如果投资者能够在经济高峰时及时转换到国库券，而在经济低谷时及时转换到股票，转换收益率就会高于购买并持有收益率。如果投资者在经济高峰之后 1 个月转换到国库券，在经济低谷之后 1 个月才转换为股票，年收益率就将比标准的购买并持有策略收益率低 0.6%。

比较有趣的是，预测经济低谷比预测经济高峰更重要。投资者在经济低谷到来之前购买股票所得的收益比在经济高峰到来之前出售股票获得的收益要高。

从表中可以看出，超额收益率最高为 4.8%，该收益率是通过在经济高峰到来之前 4 个月投资国库券并在经济低谷到来之前 4 个月投资股票而获得。如果投资者能够正确预测经济周期转折点，在股票和国库券之间进行转换，就可以在 4 个月中每周获得 0.3%的平均超额收益率。

由此看出，成功预测经济周期带来的超额收益非常可观。如果投资者能够提前 1 个月预测到经济高峰或低谷的到来，就可以获得 1.8%的年超额收益率，与购买并持有超过 30 年的策略相比，财富增长超过 60%。如果投资者能够提前 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个月预测到经济周期，可以获得 4.8%的年超额收益率，与购买并持有策略相比，投资者的财富会增加三倍。

预测经济周期究竟有多难

预测经济周期耗费了几十亿美元。前面谈到华尔街雇佣了非常多的经济学家潜心研究经济周期，试图能够预测下一次经济衰退或者经济回升的时间，这并不令人感到意外，因为若能够预测准确，将带来巨额回报。然而，实际操作中能够准确预测到经济周期转折点的没有几次。

波士顿联邦储备银行副行长 Stephen McNees，对经济学家预测的准确性进行了深入地研究。他说，影响预测准确性的一个重要因素是做出预测的时间。他还下结论说，“经济学家对 1973-1975 年和 1981-1982 年严重经济衰退的预测准确性非常差，而对 1980 和 1990 年经济衰退的预测错误则小得多，总体上只和实际经济周期转折点差了一点。”[7]

尤其是 1974-1975 年的经济衰退让经济学家很犯难。1974 年 9 月，20 多个经济学家被邀请到华盛顿，参加美国总统福特的反通货膨胀研讨会，当时居然没有一个人意识到美国经济即将走向战后最严重的衰退。McNees 分别研究了 1974 年 5 个著名经济学家发表的预测，发现在预测的中值中，国民生产总值增长率被高估 6%，通货膨胀率被低估 4%。对 1974 经济衰退的提前预测做得如此之差，以至于很多经济学家在进行下一次经济衰退的预测时纷纷“抢跑”，1974 年后的经济衰退发生在 1980 年，但是很多经济学家认为这次衰退早在 1979 年初就开始了。

过去 20 年间，Robert J. Eggert 一直在研究和整理一个著名经济贸易专家小组的经济预测。这些预测编写和发表在一份名为《蓝筹股经济指标》(Blue Chip Economic Indicators)的报告中。

7 摘自 Stephen K. McNees, “How Large Are Economic Forecast Errors?” *New England Economic Review* (July–August 1992):33。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1979 年 7 月的《蓝筹股经济指标》报告中，绝大多数预测专家认为美国经济已经开始衰退，还预测 1979 年第 2、3、4 季度美国 GNP 将负增长。而 NBER 却宣布 1980 年 1 月美国经济才到达高峰，1979 年整个年度经济都处于扩张阶段。

1980 年中期，预测专家确信经济衰退已经开始。1980 年 6 月份，他们认为经济衰退开始于 2 月或者 3 月，会持续大约 1 年的时间，或者说持续时间将比平均衰退期多 1 个月。1980 年 8 月预测专家们指出美国经济正处于衰退的中期阶段，进一步肯定了他们认为经济衰退将要持续一年的预测。然而事实上却是，美国经济在 8 月份以前也就是 7 月份就停止了衰退，这次经济衰退后来被证明是美国战后最短的一次。

预测专家对 1981-1982 年严重经济衰退所做的预测同样不是很成功，当时失业率达到了 10.8%的战后高水平。1981 年 7 月的《蓝筹股经济指标》非常自信地写着“1982 年美国经济将走向繁荣”。而事实却证明 1982 年是一个灾难年。直到 1981 年 11 月，预测专家才意识到美国经济发展还需经历坎坷，对经济的看法也由乐观转为悲观。大多数人认为美国经济的确进入了衰退(事实上 4 个月前就已经进入)，将近 70%的人认为衰退将在 1982 年第一季度前结束(事实并非如此，此次衰退持续到 11 月份才结束，成为战后最长的一次衰退)，90%的人认为这次衰退将会比较温和并且不太严重(又错了，情况正好相反)。

1985 年 4 月，当美国经济正处于扩张阶段时，很多预测专家被问及此次经济扩张将会持续多长时间。大多数人的回答是，此次扩张还将持续 20 个月，这样经济高峰将在 1986 年 12 月出现，这一预测比扩张实际结束时间早了 3.5 年。即使是最乐观的预测也不过认为美国经济最晚会在 1988 年春季达到高峰。整个 1985 到 1986 年间，都有人不断问及此次经济扩张将会持续到什么时候，而预测专家们怎么也没有想到 20 世纪 80 年代的这次经济扩张会持续如此长时间。

1987 年 10 月美国股市发生大崩盘后，预测专家们改变了对 1988 年 GNP 增长率的预测，从 2.8%降到 1.9%，这是《蓝筹股经济指标》在其 11 年的预测史上，对 GNP 增长率最大的一次调整。而事实上，由于美国经济在股市大崩盘后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没有发生大波动，1988 年的经济增长率接近 4%。

伴随着美国经济的继续扩张，人们不再认为经济衰退迫在眉睫，而认为经济繁荣还将持续。经济的持续扩张也让很多人开始相信：经济周期已经被征服——或者是由于国家政策，也或者是由于服务导向经济的发展导致经济衰退赖以存在的基础已经消失。美国培基证券有限公司资深经济学家 Ed Yardeni，在 1988 年“新经济波动时期的经济学家”一文中讲到了“新波动时期的证明”，他认为自我修复和经济增长将会持续到 20 世纪 80 年代末。[8]在战后世界范围内经济衰退到来前夕，《纽约时报》经济版资深编辑 Leonard Silk 1990 年 5 月这样说道：

> 很多经济学家预测 1990 年或者 1991 年不会发生经济衰退，1992 年又到了总统选举年，显然不太可能发生衰退。日本、西德以及欧洲大多数其他资本主义国家和亚洲经济也正处于上升时期，没有表现出任何衰退迹象。[9]

直到 1990 年 11 月，《蓝筹股经济指标》才报导说，专家小组中的大多数经济学家认为美国经济已经进入衰退或者说正要进入衰退。然而那时，经济已经衰退长达 4 个月了，而且股票市场已经达到了最低谷并开始回升！那时很多人认为美国经济完全陷入了衰退，如果有投资者能够放弃这种悲观想法，预见股市即将回升，在股票低点卖掉债券购买股票，将获得很好的回报，因为此后三年股票一直处于强劲上升阶段。

1991 年 3 月至 2001 年 3 月间的 10 年美国经济保持了持续增长，由此又产生了“新经济”和无衰退经济到来的说法。[10]即使到了 2001 年初，大多数预测专家仍然认为美国没有发生经济衰退迹象。《蓝筹股经济指标》的调查表明，甚至 2001 年 9 月，恐怖袭击前夕，也仅有 13%的经济学家认为美国经济进入了衰退，而 NBER 的报告随后指出美国在 6 个月前也就是 3 月份就已经进入了衰退。[11]

8 “New Wave Economist,” *Los Angeles Times*, March 18, 1990, Business Section, p. 22.
9 Leonard Silk, “Is There Really a Business Cycle?” *New York Times*, May 22, 1990, p. D2.
10 Steven Weber, “The End of the Business Cycle?” *Foreign Affairs* (July–August 1997).
11 Blue Chip Economic Indicators,” September 10, 2001, p. 14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从工业革命后，经济周期就成为所有市场经济的共同特征。虽然改进货币政策可以防止银行系统发生类似 19 世纪 30 年代的瘫痪状况，但要说经济波动已经不再构成问题还为时过早。影响金融市场的心理波动同样会对消费和工业支出产生影响。而股票和债券市场还没有出现任何可以缓解经济波动的迹象。

结论

股票价值基于公司收益，而经济周期是决定公司收益大小的一个主要因素。正确预测经济周期转折点所带来的收益是巨大的，但是要做到正确预测非常困难。虽然可以获得的经济数据越来越多，但这么多年以来，对经济周期的预测准确性并没有很大提高。

投资者最不应该做的就是随波逐流。这样的投资者一般会在市场比较看好，很多人都很乐观时高价买进，然后在衰退接近尾声悲观主义盛行时大量卖出。

投资者要铭记：通过分析真实经济活动而取胜于股票市场需要一定程度的先知先觉，而预测专家还不具备这种本事。转折点一般是在高峰或者低谷已经到来几个月后才能真正确定。而这时再采取行动，调整投资策略为时已晚。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

影响美国金融市场的世界性重大事件

我可以准确地预测天体的运行轨迹，可是我没有办法预测芸芸众生下一步的行动计划。

——伊萨克·牛顿

2001 年 9 月 11 日

公元 2001 年 9 月 11 日，星期二，当太阳从美丽的纽约城升起来时，华尔街的经纪人与往常一样，期望着 9 月 11 号是个好日子。华盛顿没有传来新的经济数据，当天也没有任何收益公告发布计划。由于不利的就业率报告，上周五股市下滑，不过周一股市已经略有回升。

9 月 11 日 9 点还没到，纽约股市还没有开市，不过，全球期货交易系统（Globex）标准普尔 500 指数期货（能够反映当前股票市场总体状况的最佳指标）的交易却整夜都在进行着。期货市场走高，预示着华尔街将迎来一个比较好的开市。然而 8：48 分有报告传来：有一架飞机撞到了世贸大厦上。图 13-1 反映了这段可怕的时间内，股指期货的交易情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

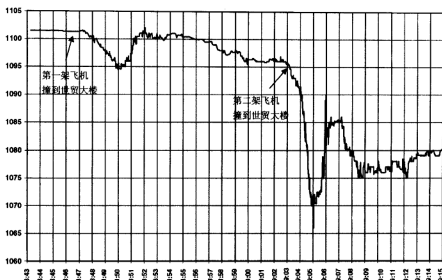


图 13-1　2001 年 9 月 11 日(星期二)早晨标准普尔 500 期货市场

消息传得很快，不过人们心中疑虑重重。是一架大飞机还是小飞机？抑或是其它什么更可怕的东西？没有人清楚。随着人们怀疑的不断增加，期货立刻下降了很多点。不过几分钟后，买家又开始增加了，指数回升到最初的水平，这表明并没有发生什么太严重的事情。时间一分一秒地过去，交易商最终得知刚才撞到世贸大厦的是一架很大的商用飞机。因此期货价格又下降了一些，不过在这个时间点上，投资者还没有意识到这是一次可怕的恐怖袭击，还有以为这只不过是一个意外罢了。

15 分钟后，也就是上午 9：03 分，在新闻摄像镜头和亿万世界观众的注视下，另一架飞机又撞到了世贸大厦上。彼时彼刻，整个世界似乎都变了。美国人最担心的事情终于发生了。60 年来美国第一次受到了如此直接的重创。

仅仅过了 2 分钟，标准普尔 500 指数期货便下降了 500 点，这意味着美国股票总市值下降了将近 3000 亿美元。不过不可思议的是，这时仍然有很多买家。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一事件的破坏性是不可估量的，但在没弄清事实真相之前，一些交易商认为，就像以前类似的突发事件一样，市场对这一单个事件的反应过于强烈了，所以他们认为这是一个很好的购买时机。股指期货仍然很受欢迎，9：15 闭市时只下降 15 点，挽回了一半的损失。

不过，悲剧终究是悲剧，这场袭击带来的巨大破坏力最终还是应验了。所有的股票交易所都推迟了开市时间，并且很快就停止了当日的交易。接下来的一周美国的股票交易所一直关闭。这是自 1933 年 3 月罗斯福总统宣布“银行假日”，调整处于崩溃边缘的银行系统以来，股市关闭时间最长的一次。

股市的关闭并没有影响到外汇交易市场的正常开放。当时伦敦时间是下午 2 点，中欧时间是下午 3 点。德国马克指数下降了 9%，闭市时基本保持在这个水平。英镑也受到影响了，不过没这么严重。当时有一种看法是，美国作为世界金融中心，难以承受如此大的打击，有一些业务可能会转移到英国。英镑和欧元一样，相对美元有所升值。通常情况下，美国总是国际危机的受益者，而这次不同，危机发生在纽约，外国交易商变得无所适从。

星期一纽约股票交易所重新开业时，道·琼斯工业平均指数下降了 685 点，也就是 7.13%，这次下降在道·琼斯指数下降史上排第 14 位。道·琼斯指数在那个星期持续下降，9 月 21 日(周五)闭市时为 8,236 点，与 9 月 10 号闭市时相比下降了 14%，与 2000 年 1 月 14 号的历史最高点相比下降了近 30%。

促使股市发生动荡的原因

为什么 9 月 17 日股市重新开始交易后股价会下降，这很容易理解；但是很多时候市场变化并没有合理的解释，这是令投资者最头痛的地方。从 1885 年道·琼斯平均指数建立以来，总共有 126 天下降幅度达到或超过 5%。在这 126 次中只有 30 次(或者说少于 1/4)是和某特殊国际政治、经济事件有关，比如战争、政局变化或者政府政策变化。表 13-1A 列举了 51 次市场重大变化，表 13-1B 列举了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与特殊政治事件相关、改变幅度超过 5%的市场变化。[1]我们注意到上个世纪明显与特殊事件相关的最大的 5 次股价变化中有 4 次与货币政策变化直接相关。

表 13-1A 道琼斯日变化幅度超过 5%（黑体的数字表示负变化，加星号的表示与某新闻事件相关；这里没有包括 1933 年 3 月 3~15 日由于美国银行假日导致的 15.34%的变化）

排序	日期	变化幅度	排序	日期	变化幅度
1	**1987.10.19**	**-22.61%**	**22**	**1933.6.21**	**-7.84%**
2*	1931.10.6	14.87%	**23**	**1937.10.18**	**-7.75%**
3	**1929.10.28**	**-12.82%**	24*	1939.9.5	7.26%
4	1929.10.30	12.34%	**25***	**1917.2.1**	**-7.24%**
5	**1929.10.29**	**-11.73%**	**26***	**1997.10.27**	**-7.18%**
6	1932.9.21	11.36%	**27**	**1932.10.5**	**-7.15%**
7	1987.10.21	10.15%	**28***	**2001.9.17**	**-7.13%**
8	**1929.11.6**	**-9.92%**	29	1931.6.3	7.12%
9	1932.8.3	9.52%	30	1932.1.6	7.12%
10*	1932.2.11	9.47%	**31**	**1931.9.24**	**-7.07%**
11*	1929.11.14	9.36%	**32**	**1933.7.20**	**-7.07%**
12	1931.12.18	9.35%	**33***	**1989.10.13**	**-6.91%**
13	1932.2.13	9.19%	**34***	**1914.10.13**	**-6.90%**
14*	1932.5.6	9.08%	**35**	**1988.1.8**	**-6.85%**
15*	1933.4.19	9.03%	36	1932.10.14	6.83%
16	**1899.12.18**	**-8.72%**	**37**	**1929.11.11**	**-6.82%**
17	1931.10.8	8.70%	**38***	**1940.5.14**	**-6.80%**
18	**1932.8.12**	**-8.40%**	**39**	**1931.10.5**	**-6.78%**
19	**1907.3.14**	**-8.29%**	**40***	**1940.5.21**	**-6.78%**
20	**1987.10.26**	**-8.04%**	41	1907.3.15	6.70%
21	1932.6.10	7.99%	42	1931.1.20	6.64%

1 基于David M. Cutler, James M. Poterba, and Lawrence H. Summers, "What Moves Stock Prices," *Journal of Portfolio Management* (Spring 1989):4-12的补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

排 序	日 期	变 化 幅 度	排 序	日 期	变 化 幅 度
43	1933.7.24	6.63%	48	1901.5.10	6.36%
44*	**1934.7.26**	**-6.62%**	**49**	**1929.10.23**	**-6.33%**
45	**1895.12.20**	**-6.61%**	50	1932.8.6	6.33%
46*	**1955.9.26**	**-6.54%**	**51***	**1893.7.26**	**-6.31%**
47	1933.6.19	6.38%			

表 13-1B 由新闻事件导致的道 琼斯工业平均指数的最大变化（负变化加黑）

排 序	日 期	变 化	新 闻 标 题
2	1931.10.6	14.87%	胡佛动用 5 亿资金帮助银行
10	1932.2.11	9.47%	美联储折现政策解放
11	1929.11.14	9.36%	美联储降低折现率/减税提议
14	1932.5.6	9.08%	美国钢铁部门协议降低工人工资 15%
15	1933.4.19	9.03%	美国放弃金本位制
24	1939.9.5	7.26%	二战在欧洲爆发
25	**1917.2.1**	**-7.24%**	**德国宣布无限制的潜水艇战**
26	**1997.10.27**	**-7.18%**	**香港币受到攻击**
28	**2001.9.17**	**-7.13%**	**世贸大厦和五角大楼遭受恐怖袭击**
33	**1989.10.13**	**-6.91%**	**联合航空公司收购计划破产**
34	**1914.6.30**	**-6.90%**	**一战爆发**
38	**1940.5.14**	**-6.80%**	**德国入侵波兰**
40	**1940.5.21**	**-6.78%**	**盟军法国受挫**
42	1931.6.20	6.64%	胡佛宣布延期偿还外债
44	**1934.7.26**	**-6.62%**	**奥地利战争；意大利骚乱**
46	**1955.9.26**	**-6.54%**	**艾森豪维尔心脏病发作**
51	**1893.7.6**	**-6.31%**	**Erie 铁路公司破产**
65	1929.10.31	5.82%	美联储降低折现率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

排 序	日 期	变 化	新 闻 标 题
66	**1930.6.16**	**-5.81%**	**胡佛签署关税法案**
67	1933.4.20	5.80%	放弃金本位制带来的持续股价持续上升
73	1898.5.2	5.64%	德威(德威•乔治 1837~1917 美国海军军官，以他在美国与西班牙战争中取得的马尼拉湾的胜利(1898 年 5 月 1 日)而著称)击败西班牙军队
76	1898.3.28	5.56%	与西班牙宣布停战
85	1916.12.22	5.47%	兰辛(美国政治家，1915~1920 年任国务卿)否认美国将参战
88	**1896.12.18**	**-5.42%**	**参议院对是否解放古巴进行投票**
89	**1933.2.25**	**-5.40%**	**马里兰银行休假日**
93	1933.10.23	5.37%	罗斯福宣布美元贬值
95	**1916.12.21**	**-5.35%**	**美国国务卿兰辛暗示美国将参战**
104	1938.4.9	5.25%	国会通过向美国政府债券利息征税的法案
125	1931.10.20	5.03%	州际商务委员会(美国)宣布提高铁路运费
126	**1932.3.31**	**-5.02%**	**白宫提议征收股票交易税**

在 10 个最大的日市场变化中，仅有 2 个可以被认为是由重大新闻事件引起的。1987 年 10 月 19 日发生了历史上最大幅度的股价下降，日下降 22.6%，但这次下降并没有和某个确定的新闻事件联系起来。自 1940 年起，只有 4 天较大股价变化的原因是可以确定的，分别是 2001 年 9 月 17 日，恐怖袭击后重新开市，下降 7.13%；1997 年 10 月 27 日，港币受到重创，下降 7.18%；1989 年 10 月 13 日，星期五，下降 6.91%；1955 年 9 月 26 日，总统艾森豪维尔心脏病发作，下降 6.54%。1989 年 10 月的股价下降被归咎于美国联合航空公司的杠杆收购，虽然在当日宣布该消息之前，股价的下降幅度已经很大了。非常有趣的是，2001 年 9 月 17 日的股价下降是美国一个世纪以来惟一一次因卷入战争而导致的股价下降，该次下降幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过 5%，甚至比珍珠港被偷袭后股价下降幅度(3.5%)的两倍还多。

即使在股价变化幅度很大时，对于变化原因的解释也可能会有不同意见。1991 年 11 月 15 日，道・琼斯指数下降超过 120 点，降幅近 4%，《投资者经济日报》(Investor's Business Daily)上有一篇报道名为：“在投资者恐慌甩卖下，道・琼斯指数下降 120 点：生物技术、计算机程序、到期日和国会受到指责。”[2] 而伦敦《金融时报》(Financial Times)头版对此的报道却为“俄国政府行为导致华尔街指数下降 120 点”，与前者形成鲜明对比。美国报纸的文章根本就没有提及俄国政府中止石油许可证以及限制黄金供给的行为。两份报纸都分别是两国比较知名的报纸，但是一份中重点强调的原因却在另一份中根本没有提及，由此可以看出想要找到股票市场变化的根本原因是多么困难。

不确定性对市场的影响

市场比较害怕不确定性和偶然事件，这些因素导致投资者不能按他们习惯的思维方式去分析客观情况。911 事件就是一个最典型的例子。美国人不太清楚这些恐怖事件对他们的日常生活来说意味着什么。美国航空业会下降多少？对美国总产值接近 6000 亿的旅游业带来的影响究竟有多大？这些没有确定答案的问题正是投资者和整个市场所头痛的。

前面提到，1955 年 9 月 26 日总统艾森豪维尔心脏病突发，导致道・琼斯指数下降 6.54%，下降幅度名列战后第 7 位。这一下降表明艾森豪维尔对市场影响力的巨大。1963 年 11 月 22 日总统肯尼迪遇刺，导致道・琼斯指数下降 2.9%，迫使纽约股票交易所关闭 2 小时，以防止恐慌甩卖。不过星期二林德・约翰逊接管总统府，股市重新开业后，市场上涨 4.5%，成为战后股市行情最好的日子之一。

总统的比较突然、未预期到的变化(那些与总统相关的意外突发事件)往往导

2 Virginia Munger Kahn, *Investor's Business Daily*, November 16, 1991, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致市场下滑。1901 年 9 月 14 日，威廉·麦金利(William Mckinley)遇刺，市场下降幅度超过 4%。不过第二天市场便回升到了下降前的水平。沃伦·哈丁(Warren Harding)的去逝促使股价略有下降，不过也是很快就回升。股市的这种甩卖对投资者来说是一个很好的盈利机会和购买机会，因为股市在领导人改变后往往很快便会自行回升。[3]

股市、民主党与共和党

众所周知，股票市场更喜欢共和党，而不是民主党。大多数公司领导和股票交易商都是共和党成员，许多共和党的政策也被认为是股价和投资的利好因素。人们认为民主党不太支持对资本收益给予税收优惠，而主张进行制度限制和收入重新分配。但事实上，民主党执政时期股市表现要比共和党执政时期好。

图 13-2 反映了美国从 1888 年格鲁沃·克利夫兰政府开始，不同政府时期道·琼斯工业指数的表现。美国股市最大的熊市出现在胡佛执政时期，富兰克林·罗斯福执政时期股市表现非常好，虽然他常常受到全美股东和经纪人的指责。

表 13-2 则反映了美国从 1888 年开始，不同总统时期的道·琼斯指数情况。股市的短期表现(选举前一天到选举后一天)证明股市的确偏爱共和党。从 1988 年开始，民主党获胜后股市平均下降 0.5%，而在共和党获胜后，股市平均上升 0.7%。不过从二战后开始，共和党获胜后股市基本上没有什么反应。历史上也曾发生过一些例外情况，比如克林顿连任竞选成功后，股市并没有下降反而上升了，不过这并不是因为民主党当选，而是因为共和党仍然控制着国会。

研究一下各个总统任职期间第一、第二、第三和第四年的股市收益情况也比较具有指导意义，表 13-2 展示了各个总统在任期各年内的股票收益率。总的看来，在过去的 113 年，总统任期的第三年收益表现最好，尤其是从 1948 年开始。当然

3 不过也有例外情况。当年富兰克林·罗斯福去世的那个星期股票反而上升了 4 个百分点，华尔街似乎从来都不喜欢他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不是绝对的，比如在臭名昭著的胡佛政府时期，第三年股市就曾惊人地下降了 43.3%。

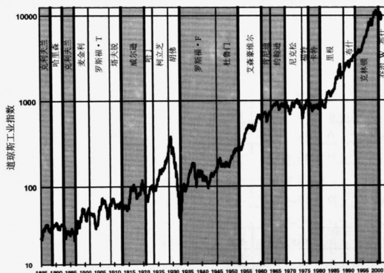


图 13-2 道·琼斯工业平均指数和总统任期

(竖线表示总统的更替，黑线表示政党变化，阴影代表明主党统治时期)

表 13-2 总统任期内股票收益率(以标准普尔总体收益指数来衡量，斜体字表示民主党执政)

总统姓名	政党	选举日	从：1 天前 到：1 天后	任期第一年	任期第二年	任期第三年	任期第四年
哈里森	R	1888.11.6	0.4	6.9	-6.2	18.7	6.2
克利夫兰	*D*	*1892.11.8*	*-0.5*	*-19.1*	*3.2*	*5.0*	*3.0*
麦金利	R	1896.11.3	2.7	20.2	29.1	3.8	21.2
麦金利	R	1900.11.6	3.3	19.7	8.3	-17.4	31.4
罗斯福·T	R	1904.11.9	1.3	21.3	0.8	-24.5	38.9
塔夫脱	R	1908.11.3	2.4	16.4	-3.6	3.4	7.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

总统姓名	政党	选举日	从：1天前 到：1天后	任期第一年	任期第二年	任期第三年	任期第四年
威逊尔	D	1912.11.5	1.8	-5.1	-5.9	31.1	8.7
威尔逊	D	1916.11.7	-0.4	-18.5	17.1	19.6	-14.3
哈丁	R	1920.11.2	-0.6	9.2	29.6	5.1	26.6
柯立芝	R	192411.4	1.2	25.7	11.6	37.5	43.6
胡佛	R	1928.11.6	1.2	-8.4	-24.9	-43.3	-8.2
罗斯福·F	D	1932.11.8	-4.5	54.0	-1.4	47.7	33.9
罗斯福·F	D	1936.11.3	2.3	-35.0	31.1	-0.4	-9.8
罗斯福·F	D	1940.11.5	-2.4	-11.6	20.3	25.9	19.8
罗斯福·F	D	1944.11.7	-0.3	36.4	-8.1	5.7	5.5
杜鲁门	D	1948.11.2	-3.8	18.8	31.7	24.0	18.4
艾森豪维尔	R	1952.11.4	0.4	-1.0	52.6	31.6	6.6
艾森豪维尔	R	1956.11.6	-0.9	-10.8	43.4	12.0	0.5
肯尼迪	D	1960.11.8	0.8	26.9	-8.7	22.8	16.5
约翰逊	D	1964.11.3	-0.2	12.5	-10.1	24.0	11.1
尼克松	R	1968.11.5	0.3	-8.5	4.0	14.3	19.0
尼克松	R	1972.11.7	-0.1	-14.7	-26.5	37.2	23.8
卡特	D	1976.11.2	-1.0	-7.2	6.6	18.4	32.4
里根	R	1980.11.4	1.7	-4.9	21.4	22.5	6.3
里根	R	1984.11.6	-0.9	32.2	18.5	5.2	16.8
布什	R	1988.11.8	-0.4	31.5	-3.2	30.5	7.7
克林顿	D	1992.11.3	-0.9	10.0	1.3	37.6	23.0
克林顿	D	1996.11.5	2.6	33.4	28.6	21.0	-9.1
布什·G.W.	R	2001.11.7	-1.6	-19.1			

*竞选结果到2001年12月13日才正式确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1888-2001 年的平均值	民主党	-0.5	7.3	8.1	21.7	10.7
	共和党	0.7	7.2	10.3	9.1	16.5
	总体	0.1	7.3	9.3	15.0	13.8
1948-2001 年的平均值	民主党	-0.4	15.7	8.2	24.6	15.4
	共和党	-0.2	0.6	15.7	21.9	11.5
	总体	-0.3	7.1	12.3	23.2	13.3

关于为什么在第三年股市表现比较突出并没有一个特别合理的解释。很多人可能会认为，在总统任职第四年股市行情应该是最好的，因为政府在第四年为了来年的选举会给美联储施加压力以刺激经济增长。但事实上，虽然第四年股市表现也比较好，但却不是最好的。这可能是因为市场早就预期到了政府在选举年会实施积极的经济政策，使得价格提前一年就已经开始上涨了。

从表 13-3 可以看出，近年来共和党执政时期股市表现非常好。该表记录了在共和党和民主党执政时期，股市总的名义和实际收益率以及通货膨胀率。从 1888 年开始，民主党执政时期的名义收益率表现要比共和党执政时期好，但由于共和党执政时期通货膨胀率比较小，所以共和党执政时期的实际收益率略高于民主党执政时期。不过在过去 50 年，无论是否考虑通货膨胀因素，民主党执政时期的股市表现都远比民主党执政时期好。这也可以解释为什么近年来民主党的获胜并没有给股市带来像从前那样大的负面影响。

表 13-3　总统任期与股票收益率

（从选举日或就职日中较早的那天开始算起；斜体字表示民主党执政）

总统姓名	政党	日期	工作的月数	股票名义年收益率	年通货膨胀率	实际年收益率
哈里森	R	88.11-92.10	48	5.47	0.04	5.70
克利夫兰	*D*	*92.11-96.10*	*48*	*-3.31*	*-1.91*	*-1.43*
麦金利	R	96.11-01.8	58	20.66	0.00	20.66
罗斯福·T	R	01.9-08.10	86	4.81	1.39	3.38

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

总统姓名	政党	日期	工作的月数	股票名义年收益率	年通货膨胀率	实际年收益率
塔夫脱	R	08.11-12.10	48	7.54	0.82	6.67
威逊尔	*D*	*12.11-20.10*	*96*	*4.68*	*9.42*	*-4.33*
哈丁	R	20.11-23.7	33	5.48	-4.05	9.93
柯立芝	R	23.8-28.10	63	28.04	0.12	27.88
胡佛	R	28.11-32.10	48	-20.42	-6.29	-15.08
罗斯福·F	*D*	*32.11-45.3*	*149*	*11.52*	*2.36*	*8.94*
杜鲁门	*D*	*45.4-52.10*	*91*	*14.66*	*5.54*	*8.64*
艾森豪维尔	R	52.11-60.10	96	14.96	1.35	13.42
肯尼迪	*D*	*60.11-63.10*	*36*	*15.15*	*1.11*	*13.88*
约翰逊	*D*	*63.11-68.10*	*60*	*10.39*	*2.77*	*7.423*
尼克松	R	68.11-74.7	69	-1.32	6.03	-6.9
福特	R	74.8-76.10	27	17.21	7.27	9.27
卡特	*D*	*76.11-80.10*	*48*	*11.04*	*10.02*	*0.93*
里根	R	80.11-88.10	96	15.18	4.46	10.26
布什	R	88.11-92.10	48	14.44	4.22	9.81
克林顿	*D*	*92.11-00.10*	*96*	*19.01*	*2.58*	*16.01*
布什,G.W.	R	00.11-01.12	13	-16.01	1.66	-17.38
1888年-2001年10月的平均数		民主党	45.9%	10.84	4.12	6.48
		共和党	54.1%	8.79	1.48	7.20
		总体	100%	9.72	2.66	6.86
1948年-2001年10月的平均数		民主党	46.0%	15.23	3.64	11.25
		共和党	54.0%	10.31	3.96	6.11
		总体	100%	12.55	3.81	8.41

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市与战争

从1885年开始，美国经济有近1/5的时间是处于战争或者下滑时期。无论是战争时期还是和平时期，股票市场名义收益率表现都比较好。不过，战争时期通货膨胀率平均接近6%，而和平时期则为2%，所以和平时期的股票实际收益率远远高于战争时期。

非常有趣的是，总体来看，和平时期的市场波动(用道·琼斯工业指数的月标准查衡量)要比战争时期大。美国股票市场最大的市场波动出现在20世纪20年代末和30年代末，而这时美国还没有陷入世界冲突。所有战争时期中，只有一战和海湾战争时股市波动超过平均水平。

理论上来说，战争能够对股价产生非常严重的影响。战争时期，政府会霸占很多资源，实施高税收和高国债政策，这将严重削弱投资者对股票的需求。全国企业都将上下一心服务于战争。更为可怕的是，如果战争失败，战胜国将会对战败国实施制裁。不过，实际中可能不并没有那么惨，正如第1章所述，德国和日本经济在二战后很快就恢复了健康发展，股市也随之很快就繁荣起来。

世界大战

一战时期的市场波动远远大于二战时期。一战初期，美国股价上涨接近100%，美国卷入战争后，股价下降40%，战争结束后，又回升。与一战时期不同，二战时期，市场与战前水平的差距最大时也没有超过32%。

一战的爆发使投资者陷入极度的恐慌，他们疯狂抛售股票，换取黄金和现金。1914年7月28日，奥匈帝国在塞尔维亚宣战，随后欧洲主要国家的股票交易所都宣布关闭。欧洲的恐慌很快蔓延到了纽约，7月30号道·琼斯工业平均指数下降7%，这是自1907年恐慌时期下降8.3%后最大的一次下降。星期五开市之前的几分钟，纽约股票交易所投票决定无限期关闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到 12 月份，股票市场才重新开市。在此之前，纽约股票交易所从未关闭过如此长的时间。市场关闭这段时间，允许进行一些特别交易，不过交易必须经过特殊委员会的批准，而且交易价格不能低于股票交易所关闭前的最后交易价格。但实际上，很多投资者违反这一限制规定，在股票交易所外(场外交易市场)进行着非法交易，导致股价一直持续下降到 10 月份。根据非正式统计，到秋季为止，与 7 月份股市关闭前相比，股价下降了 15~20%。

纽约股票交易所的这次关闭是其历史上关闭时间最长的一次，而这时，美国既没有卷入战争，也没有陷入任何程度的金融或经济困境，这很具有讽刺意味。事实上，股票交易所关闭后，交易商意识到美国将成为欧洲冲突的最大经济受益国。一旦投资者意识到美国将给交战国提供军火和原材料，公众对股票的兴趣便会大增。

11 月 12 日交易所重新开业后，价格上涨很快。周六闭市(历史上著名的周六交易日)时，道·琼斯工业指数与 7 月份交易所关闭时相比上升 5 个百分点。此后，股价持续上升，1915 年成为道·琼斯指数历史上涨幅最大的年份，全年总上涨 82%。

1915 年的股市大繁荣在 20 几年后给交易商带来了巨大的启示。二战爆发后，很多交易商吸取了一战初期的经验。1939 年 9 月 3 日，英国对德宣战，股价大涨，东京股票交易所被迫提前闭市。纽约股票交易所开市后，出现疯狂购买状况。道·琼斯指数上涨 7%，甚至连欧洲股票交易所重新开业后，股市表现也非常好。

不过，投资者在二战开始后的投资热情很快就消退了。罗斯福总统决定不让企业像一战时那样轻易获得巨额利润。一战时公司获得超额利润受到了公众的指责，因为美国大众认为战争的成本并没有公平分担。很多青年志士客死沙场，而国内公司却赚得巨额利润。国会因此征收超额利润税，投资者盼望获得的战时超额利润被政府剥夺了。

日本偷袭珍珠港之前，道·琼斯指数与 1939 年相比下降 25%，指数水平还不到 1929 年峰值的 25%。珍珠港偷袭后的第二天，股价下降 3.5%，此后一直持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降，直到 1942 年 4 月 28 日达到最低点，在太平洋战争开始后的前几个月，美国遭受了巨大损失。

不过，在战争优势逐渐向协约国转移后，股市开始回升。1945 年 5 月 7 日，德国签署无条件投降书时，道·琼斯指数与战前相比上涨了 20%。随后原子弹在广岛爆炸，这一事件对整个战局起着决定作用，投资者意识到战争即将结束，股票上涨 1.7%。不过，对投资者而言，二战的收益远没有一战高，因为在从美国入侵波兰到对日作战胜利的 6 年里道·琼斯指数仅仅上涨了 30%。

1945 年后的局部战争

朝鲜战争的爆发让投资者倍感意外。1950 年 6 月 25 日，北朝鲜入侵它的南部近邻，道·琼斯指数下降 4.65%，比珍珠港事件下降的还多。不过，随后市场对此次战争的反应比较平静，与战前相比，股票下降幅度从未超过 12%。

越南战争是美国所参加的战争中最长、最不受欢迎的一次战争。1964 年 8 月 2 日可以认为是美国卷入此次战争的开始，据报道，当时美国的两艘驱逐舰在越南东京湾地区受到了袭击。

东京湾事件发生后一年半，道·琼斯指数达到了战时最高水平——995 点，比战前高 18 个百分点。不过，随后美联储为了抑制通货膨胀紧缩银根，导致道·琼斯指数下降 30%。1968 年初美国对越军事力量达到最高峰时，股市已经回升。不过，两年后由于尼克松发兵柬埔寨，再加上利率高升和经济衰退，导致股市再次下滑，与战前相比，降幅高达 25%。

1973 年 1 月 27 日，美越签订停战和约。受到不断上升的通货膨胀、不断升高的利率水平和其他与美越战争没有直接关系的因素的影响，这八年投资者的收益非常少。

如果说美越战争是美国所参加的战争中历时最长的，那么海湾战争则是历时最短的。美伊之间的敌意始于 1990 年 8 月 2 日，伊拉克入侵科威特，导致石油价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格飞涨，同时还威胁到了美国在沙特阿拉伯的军事安全。石油价格上涨，加上美国本已十分缓慢的经济发展速度使得美国陷入越来越深的经济衰退。10 月 11 日股市大幅下滑，与战前相比，道·琼斯指数下降超过 18%。

美国的袭击行动开始于 1991 年 1 月 17 日。虽然处于战争期间，但石油、黄金和美国政府债券的交易却在东京、新加坡、伦敦和纽约之间 24 小时连续不断地进行着，这是战争史上的第一次。市场认为美国的胜利只是一个时间问题。美国空袭巴格达的消息传到东京后，最开始一段时间内，投资者大量抛售债券，不过很快便传来联军在战争中又有进展的消息，债券和日本股票价格随后又直线上升。远东交易的石油价格也随之暴跌，比如说，Brent 原油战前 29 美元一桶，开战后第二天则降到了 20 美元一桶。

开战后第二天，世界范围内的股价普遍上涨。美国道· 琼斯指数猛涨 115 点，或者说上涨 4.4%，整个欧洲和亚洲股票收益率也大增。美国在科威特部署地面部队时，股市已经繁荣了两个月，似乎早已预料到美国的胜利就在眼前。2 月 28 日战争结束，3 月份的第一个星期，道·琼斯指数与战前相比上升 18%。

本章开始时提到，反恐战争开始于袭击纽约和五角大楼的 911 恐怖事件。9 月 10 日闭市时，道·琼斯指数工业指数为 9,606 点，9 月 11 日，星期五，在短短的一天之内，下降到 8,062，降幅达 16%。不过，接下来的一个星期股市回升很快，到 10 月 7 日，美国对阿富汗塔利班展开攻击行动时，道·琼斯指数已经回升到 9,120 点。

由于美联储放松银根和战争的顺利进行，11 月 13 日道·琼斯指数超过了 9 月 10 日的水平，而且一直持续上涨到年末。12 月 28 日，道·琼斯指数更是大幅上涨，涨到 10,184 点，这样，从 9 月 11 日开始的三个月内，指数惊人地上涨了 26.3%。

也许在第二架飞机撞向世贸大楼的几分钟后，出现在标准普尔指数期货市场上的买家是明智的。这不仅因为全国经济研究所(NBER) 11 月份的报告指出美国经济早在 3 月份就正式开始衰退，而且因为市场预期美国会取得战争的胜利以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济将会出现良好恢复势头。

结论

通过对导致市场重大波动原因的考察，我们清醒地认识到只有不超过 1/4 的波动是与重大政治和经济新闻事件有关的。这与市场的不可预测性和市场波动的较难预测性是一致的。那些在一战开始后恐慌甩卖的投资者错过了赚钱的大好机会。不过二战开始后的疯狂购买同样没有赚到钱，因为政府决定剥夺战时超额利润。战争、政治斗争以及经济衰退对市场的破坏性似乎非常大，但是我们可以看到，这些动乱只是一些偶然情况，经济的增长和政治的稳定才是真正的决定性因素，也正是过去一个世纪的主题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

经济数据对金融市场的影响

任何事情都可能影响股票市场。
——*詹姆士·培理泰·伍德*，1966

一般说来，夹在美国主要节假日和周末之间的交易日市场都比较低迷，交易量较少，价格波动也不大。1996 年 7 月 5 日却有所不同。这一天是星期五，美国东部时间早上 8∶28，全世界的交易商都聚集在交易终端前，目不转睛地盯着每天发出数以千计新闻标题的滚动新闻窗口。这时距公布美国就业数据还有 2 分钟，就业数据是每月所公布的数据中对股市影响最大的一个。

整整一个星期，股票、债券和外汇交易商都在期待这一天的到来。道·琼斯工业指数在 5 月份创下历史新高之后，就一直在此点附近徘徊。然而，利率一直在攀升，投资者对此比较担心。时间终于指向了 8∶30，突然，屏幕出现这样的话语：

美国新增就业 239,000 个，失业率达到 6 年来最低水平——5.3%，工资每小时增加 9 美分，这是 30 年来增长最快的。

克林顿总统得知这些数据后倍感欣慰，发表讲话说，“这是 20 多年来美国经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济形势最好的一段时期；美国工人的工资终于又开始上涨了。”

然而，金融市场对此的反应却足以让人晕倒。请看图 14-1，此新闻公布后，无论是国内还是国外交易所，都发生了长期债券暴跌的情况，因为交易商预期利率会再次上涨。长期和短期债券利率上升接近 0.25%。虽然股市还有 1 个小时才开市，但标准普尔(S&P)500 指数期货(指数期货反映对这一基准指数的需求，第 15 章将有详细叙述)从 676 点跌到了 656 点，降幅近 2%。欧洲股票市场比美国股票市场开市要早好几个小时，当听到此消息后，也出现了大规模抛售的情况。德国基准指数 DAX 、法国 CAC 指数以及英国 FT-SE 指数即刻下降了约 2%。在短短几秒钟内，世界股票市场损失了 2,000 亿美元，世界债券市场的损失也少于这个数。

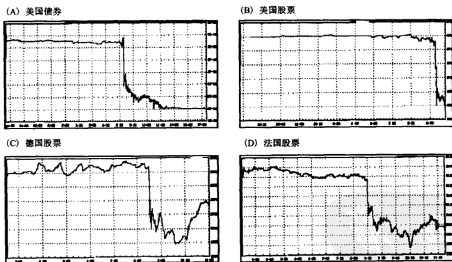


图 14-1 市场对强势就业报告的反应， 1996 年 7 月 5 日

从这一事件我们可以看出，有时候一般意义上的“好”消息对股票市场可能是坏消息，有可能导致证券价格下跌。股票市场之所以对就业报告反应如此敏感是因为：就业报告全面及时地反应了美国的总体经济形势，同时从该报告中可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最准确地推断出美联储下一步的货币政策取向。

经济数据与市场变化

新闻事件可以影响市场走势。很多新闻事件发生地比较突然，发生时间不确定，如战争、政局变化以及自然灾难等。但同时，也有很多新闻事件发生的时间是事先制定好的，比如经济数据的公布时间，一般在一年前就已经事先制定好。美国每年大概有 300 多条经济数据需要在固定的时间公布出来，这些数据以前大多是由政府机构来公布，而现在越来越多的由民间机构来公布。事实上，这些经济数据都与经济增长和通货膨胀有关，而且这些数据都对市场具有重大影响力。

经济数据不仅可以影响交易商对经济形势的看法，还可以影响交易商对中央银行政策的预期。高经济增长率和高通货膨胀率可能促使央行采取紧缩政策或者停止宽松政策。公布的经济数据影响交易商对利率、经济变化的预期，最终影响到交易商对股价的预期。

市场变化规律

市场会对经济数据做出反应，但是这种反应与经济数据的绝对值并没有直接联系，而是与市场参与者的预期和实际公布数据之间的差距直接相关。新闻本身的好与坏并不是最重要的。重要的是预期和实际数据之间的差距。如果市场预期某个月将有 200,000 人失业，而实际却只报道有 100,000 个，在金融市场上，这将被认为是利好消息，这与预期将增加 100,000 个就业职位，而实际却增加了 200,000 个所带来的影响一样。

市场之所以仅对预期与实际公布数据之间的差距做出反应，原因在于证券当前价格已经反应了预期因素。如果市场预期某公司利润将会下滑，那么早在该公司正式宣布收益下滑之前，这些不利因素就会反映在股票市场价格上。如果报告



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润并没有预期的那么坏，在利润公布时，股价就会上涨。债券、股票和外汇对经济数据的反应遵循同样的规律。

想要弄清楚市场为什么按照这种规律变化，首先要搞清楚什么是市场预期。市场预期通常是指舆论预测，这些舆论一般由新闻和研究机构来搜集。他们搜集整理经济学家、预测专家、交易商和市场参与者等对政府或者私营机构即将要发布的经济数据所做的预测，然后把调查结果发送给金融媒体，继而广泛发布在报纸和网页上。[1]

经济数据传递的信息

分析经济数据的目的在于发现这些数据对于未来经济增长、通货膨胀以及中央银行政策的影响。下面这段话总结了债券市场对经济增长数据的反应规律：

> 高于预期的经济增长推动长期和短期利率上涨。低于预期的经济增长导致利率下降。而未预期到的经济增长对于股票价格的影响则比较模糊。

高经济增长率之所以能够促使利率上涨有以下几个原因。第一，高经济增长会增加私人贷款需求。消费者对经济形势变得更有信心，更愿意贷款进行提前消费。高经济增长也会促使企业增加投资、扩大生产以满足消费者日益增加的需求。这样，无论是企业还是消费者，都增加了贷款需求。贷款需求的增加促使债券市场利率上升。

高于预期的经济增长之所以可以导致利率上升，另一个原因是，这种经济增长可能是由通货膨胀引起的，尤其是在经济周期的末尾会发生这种经济增长。而出现在经济周期前期和中期的经济增长很少是通货膨胀型的，这时的经济增长一般由生产力提高引起的。

1 通常情况下，媒体会全面报道舆论预测，无论是主流的还是非主流的。不可否认，这些预测存在差别，但大多数情况下是十分接近的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 月 5 日劳工部发布的消息导致利率大幅上涨，主要原因就是交易商担心发生通货膨胀。交易商担心劳动力紧缩和失业率下降会导致工资大幅上涨，而工资上涨会导致通货膨胀，而通货膨胀对债券和股票市场都会产生不利影响。

这些经济数据对世界各国中央银行的政策取向有很大影响。通货膨胀率的上升很可能导致央行紧缩银根。如果相对于产出供给而言，总需求扩张速度过快，央行就会进行公开市场操作，减少银行系统的储备金，以提高利率，防止经济过热。

同理，如果实际就业率低于预期值，债券市场就会比较看好，尤其是在经济周期的末尾阶段或者是在发生通货膨胀可能性比较小的情况下。这样的经济报告可能会促使央行扩大银行系统准备金，降低利率以及增加对股票和债券的需求。

经济增长和股票价格

一般公众(尤其是金融媒体)可能会感觉到奇怪，为什么经济发展形势看好，而股票市场却发生下滑。事实上，经济快速增长对股票市场的影响主要表现在两个方面，而这两个方面对股价的作用完全相反。强势经济报告一方面导致公司未来期望收益增加，这会引起股价上涨；另一方面又导致利率上涨，这会促使投资者转向债券投资。同理，弱势经济报告一方面导致公司期望收益下降，另一方面导致利率下降，股价很可能上涨。

利率和公司收益哪个对股价的影响更大？这取决于经济所处的周期阶段。最近的研究表明，在经济萧条时期，高于预期的经济报道会导致股价上升(低于预期的经济报道导致股价下降)，因为对于投资者来说，在这个阶段经济状态要比利率变化方向更重要。[2]而在经济扩张时期，尤其是在经济扩张即将结束时，利率的影响则会更大一些。

利率和公司收益这两个作用力相反因素的相互作用，有时候会使股价持平。

---

2 See John Boyd, Jian Hu, and Ravi Jagannathan, "The Stock Market's Reaction to Unemployment News: Why Bad News Is Usually Good for Stocks," NBER working paper W8092, Cambridge, MA, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在经济报告刚宣布时，利率影响占主要地位，公司收益的影响则常常出现得较晚一点。当然并不是任何时候都是这样，在经济萧条时期，公司收益的影响在一开始就占据了主要地位。

在经济报告刚宣布时，很多股票交易商，尤其是那些股指期货的交易商，往往会先观察债券市场的动向，然后再伺机而动。证券组合投资经理人尤其是这样，他们要根据利率和预期收益的变化情况，在债券和股票之间进行选择。如果在弱势经济报告宣布后，债券价格上涨，这些投资经理人就会准备购买股票。随后，越来越多的投资者认识到弱势经济报告可能意味着收益会降低，他们可能又会准备卖出股票。一天当中，投资者对股票收益和利率的理解在不断变化，股市也就随之不断发生变化。

就业报告

美国劳工统计局(BLS)发布的就业报告是每个月当中对股市影响最关键的报告。对于投资者来说，非农业就业状况(农业工人数量非常不稳定，而且与经济周期变化趋势联系不大，所以没有包括在内)非常重要。就业调查也被称为产业组织调查，该调查需要收集近40万个企业、5000万个工人(总工人数量的40%)的工资单。大多数经济预测专家正是通过这项调查报告来判断未来经济走向的。

失业率报告与非农业就业率报告同时发布，不过失业率报告往往占据晚间新闻和金融媒体的头条。失业率的统计途径与就业状况的统计途径完全不同。失业率是通过家庭调查获得的，该调查涉及到6万多个家庭，调查过程中，每个家庭都要被问及在过去的4个星期是否有人一直在寻找工作。给予肯定答复的家庭成员将被列入失业名单。失业人数除以总工人数量，便得到失业率。美国的劳动力，也就是失业人数和就业人数的总和，占美国成年人口的 2/3，随着女性工人的不断增加，这一比例正在逐渐上升。

由于就业调查与失业调查是基于两种不同的方法，所以经常出现就业率和失



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业率同时上升或者同时下降的情况。这是因为，就业调查统计的是工作数量，而失业调查统计的是人数，所以拥有两份工作的工人在家庭调查中只被统计了一次，而在就业调查中却被统计了两次。[3] 那些正在劳动力市场找工作的人被认为是失业，找工作人数增加就意味着失业率增加。可是，众所周知，在经济恢复初期，劳动力市场发生变化，劳动力流动性加强，有很多人在找工作，这些工人的流动也会导致总失业率上升。

基于上述这些原因，经济学家和预测专家长期以来并没有把失业率当作经济周期预测中的重要指标。当然这并不意味着失业率在政治上是不重要的，这很容易理解，因为失业率代表正在找但还没有找到工作的工人数量。公众在判断经济形势时，最看重的就是这个指标。所以，当失业率上升时，总统、国会以及联邦储备的压力就会随之上升。

经济报告周期

就业报告仅仅是很多种经济月报中的一个。表 14-1 举例说明了每个月宣布各种经济报告的时间。星号代表了各个报告对于金融市场的重要性。

表 14-1 月经济日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
1 10：00 PMI**	2 8：30 主要经济指数*(滞后 2 个月)	3	4 8：30 失业者的诉求* 4：30 货币供给*	5 8：30 就业报告****
8 10：00 服务业 PMI**	9	10	11 8：30 失业者的诉求* 4：30 货币供给*	12 8：30 零售额** 8：30 生产者物价****

3 从 1994 年初开始，家庭调查有所改进，开始考虑这一问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
15	16 8：30 消费品价格****	17 8：30 住宅兴建量*** 9：15 工业生产*	18 8：30 商业交易* 8：30 失业者的诉求* 4：30 货币供给*	19 10：00 费城美联储报告* 10：00消费者期望**（密歇根大学，初步估计）
22	23 8：30 耐用消费订单**	24	25 8：30 8：30 失业者的诉求* 4：30 货币供给*	26 8：30 国内季度生产总值***†
29	30 10：00消费者期望（协会报告）***	31 10：00 芝加哥采购经理**		

星号的数量表明对市场的重要程度（****表示最重要）

† 表示首次（初步）季度报告（1 月、4 月、7 月和 10 月）具有中等的重要性

其他月份的 GDP 报告重要性不大

就业数据统计报告通常是在上下月交替时发布，该数据是与经济增长有关的一些重要数据中最重要的一个。供应管理协会（Supply Management）（以前是全国采购经理协会）会在每个月的第一个工作日发布一项调查报告。该报告提供的相关信息越来越重要，人们可以据此报告预测就业状况。

该协会报告对 250 个制造企业进行调查，询问这些企业的订单、生产、就业等是在上升还是下降，然后根据这些数据编制采购经理指数（PMI）。如果该指数是 50，则表明有一半的经理报告生产指标上升，而另一半的经理报告生产指标下降。如果是 60 则表明有 3/5 的经理报告生长增长，表明经济形势比较好。低于 50 表明制造业部门萎缩，而低于 40 则常常是经济衰退的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易商要能够提前获得一些数据，从中预测经济形势。在这些数据中，就业率是非常重要的一项，因此交易商一直在努力改进对每月就业情况的估计。而采购经理指数能够帮助交易商进行这项工作。采购经理指数(PMI)中的就业部门分布非常重要，因为根据就业部门分布，就可以推断出就业报告中的重要内容——制造业部门分布。

需要指出的是，交易商还可以获得比 PMI 指数更早公布的数据——芝加哥采购经理报告，该报告在每个月的最后一个工作日发布，比 PMI 报告早。芝加哥地区的制造业非常多样化，所以芝加哥指数和全国指数在大约 2/3 的时间里变化方向是一致的。

如果还想更早地对经济形势做出判断，可以参考消费指标，该类指标主要有两个：一个来自密歇根州大学，另一个来自商业协会 Conference Board。这类指标的调查对象是消费者，调查时要询问他们当前的经济状况和对未来的期望。Conference Board 的调查报告是在每个月最后一个星期二发布，该报告被认为是一个较好的消费支出提前预测指标。密歇根州大学的指数多年以来一直是在 Conference Board 的报告发布后才公布，不过迫于各方想要提前获得数据的压力，密歇根州大学被迫提前了其公布日期，以与 Conference Board 的报告相竞争。

通货膨胀报告

虽然就业报告一直占据着经济增长新闻的头条，但是，通货膨胀才是美联储最关心的。美联储决不会轻易放松银根，除非它非常有把握能够控制通货膨胀压力。中央银行要控制货币数量，决不能任由通货膨胀发展。一般来说，在月份中期的通货膨胀数据中就可以感觉到通货膨胀的压力。

第一个月通货膨胀指数是生产价格指数(PPI)(以前是批发价格指数)。PPI 衡量经济循环的第一阶段——生产者采购阶段的价格水平，在这一阶段，商品是由批发商卖给零售商。在 PPI 中，消费品价格占 3/4，资本品价格占其余部分。PPI

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中有15%的价格与能源有关。

第二个月通货膨胀指数是消费价格指数(CPI)，该指数的公布比PPI晚一天左右，这一指数非常重要。与PPI不同，该指数不包括资本物品价格，但是该指数不仅涉及货物价格，还涉及服务价格。服务主要包括出租、物业、运输、医疗等，服务价格在CPI中的比重超过一半。

CPI 被认为是衡量通货膨胀的基准指标。进行价格水平比较时，无论是历史的纵向比较还是国际间的横向比较，都离不开 CPI。CPI 同样也是很多私人和公共合约，包括社会救济的参考价格指数。

在这两个指数中，CPI 对金融市场影响可能更大一点。因为 CPI 使用范围比较广，而且更具政治意义。CPI 中包含销售价格指数，而 PPI 不包含，这是 CPI 很明显的一个优点。不过，很多经济学家认为 PPI 对早期价格趋势更敏感，因为如果价格上涨的话，会首先表现在批发价格上，而不是消费价格上。此外，在 PPI 发布的同时，中间产品和原料的价格指数也公布了，从这两个价格指数中可以更早发现通货膨胀。

核心产品的通货膨胀

投资者感兴趣的不仅是 PPI 和 CPI 的月变化情况，还关心扣除粮食和能源的价格影响的价格指数变化。由于天气对粮食价格影响很大，所以某个月内粮食价格的上升或者下降对总体通货膨胀趋势的影响并不大。同样，石油和天然气价格在某个月也会由于天气和供给的变化而发生波动，而接下来的几个月，这种价格变化通常不会再发生。因此美国劳工统计局(BLS)，除了收集通货膨胀数据外，还发布核心价格指数，该指数不包括粮食和能源价格。很多交易商认为核心产品通货膨胀率的变化要比总通货膨胀率的变化更重要，因为核心产品的通货膨胀率比较持久，而且对长期通货膨胀趋势影响更大。预测专家通常比较容易预测核心产品的通货膨胀率，因为总体通货膨胀率要受到价格多变的粮食和能源价格的影



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响。总体通货膨胀率发生 0.3%的预测误差可能并不严重，但是如果核心产品价格发生 0.3%误差，就会对金融市场产生非常大影响。

劳动力成本

劳动力成本与通货膨胀率密切相关。美国劳工统计局每月发布的就业报告中包括小时工资率报告。该报告反映了劳动力市场的工资压力。由于劳动力成本约占生产成本的 2/3，如果小时工资上升，而产量并未增加，就表明成本上升，这很可能导致通货膨胀。

每个日历季度政府还会发布劳动力成本指数(ECI)。劳动力成本指数包括劳动福利成本和工资成本，该指数被认为是最全面的劳动力成本报告。由于美联储早就指出该指数是通货膨胀的重要参考指数，所以金融市场通常会密切关注该指数。

通货膨胀对金融市场的影响

下面这段话概括了通货膨胀对金融市场的影响：

低于预期的通货膨胀报告导致利率下降，股价上升。高于预期的通货膨胀报告导致利率上升，股价下降。

高通货膨胀率对债券不利。道理很简单，债券是固定收益投资，未来现金流不会因通货膨胀率上升而增加。在高通货膨胀率下，债券持有人要求得到更高的票息率，不仅是为了保护他们的购买力，也是因为担心美联储会紧缩银根。

不过，高于预期的通货膨胀率对股票同样不利。这是因为，正如第 11 章所述，股票在短期并不是一个好的通货膨胀套期保值工具。股票投资者担心高通货膨胀率会导致公司所得税和资本利得税增加，并且致使中央银行紧缩银根。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央银行政策

货币政策对金融市场至关重要。几乎所有著名的预测专家在进行股票未来收益预测时都会高度关注政策动向。这些政策包括联邦基金利率、贴现率或者货币供给等。

资深基金经理 Martin Zweig 曾这样说道：

> “就像在赛马比赛中一样，有了钱，马才可以跑得快，股票市场也是这样，货币状况对股价至关重要。事实上，货币形势——主要是指利率趋势和美联储政策——是决定股票市场变化方向的主要因素。[4]

宽松的货币政策，由定义可知，该政策涉及到降低短期利率。而降低短期利率对股票来说是一个非常有利的消息。正如第 11 章所讲的那样，股票的生存依赖于央行提供的货币的流动性。如果央行放松银根，就表明要降低利率，降低利率意味着用来贴现股票未来现金流的贴现率降低，从而未来现金流的现值增加，通常情况下，这会使股票投资增加。除非央行银根放松过度，以至于股票市场担心会诱发通货膨胀，股票市场才会反应迟钝。不过如果发生这种情况的话，投资者还是更愿意持有股票，因为债券是固定收益资产，而未预期到的通货膨胀显然对固定收益资产的影响更大。

结论

经济数据的公布给金融市场带来的影响不是随机的，而是有其可靠的经济学依据。强劲的经济增长无疑会导致利率上升，但是经济增长对股价的影响则是不确定的，这要看经济处于经济周期的哪个阶段以及发生通货膨胀的可能性大小。

---

4 Martin Zweig, *Winning on Wall Street* (New York: Warner Books, 1986), p. 43.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很显然，高通货膨胀率对股票和债券都不利。而央行放松银根则对股票十分有利——回顾历史，我们可以发现，放松银根政策曾促成了股票市场最大幅度的回升。

虽然对市场来说，就业报告在每个月中是最重要的，但这并不表示其他的报告不重要，也并不表示交易商只看重这一报告。事实上，交易商关注的重点是经常发生变化的。20 世纪 70 年代，通货膨胀报告是交易商最关心的，而在美联储主席 Paul Volcke 将工作重心转移到了流通货币额后，周四中午发布的货币供给报告便成了交易商关注的焦点。随后，在 20 世纪 80 年代，当美元大幅升值时，贸易额又成了人们最关心的问题。1990-1991 年的经济衰退以及随后缓慢的经济回升导致就业报告成为交易商关注的重点。1996 年和 1997 年初期，当美国进行经济扩张时，交易商最想知道的是发生通货膨胀的可能性。1997 年末，发生亚洲金融危机时，交易商的目光聚焦于混乱的亚洲市场和外国货币价值。而 2001 年，高科技经济的凋敝和 10 多年来惟一的一次经济衰退又把交易商的目光引向了就业数据和经济周期指标。

本章着重分析了经济数据公布后，在极短时间内金融市场的反应。很多人声称投资者最好不要理睬这些信息，因为这些数据常常自相矛盾，而且随后常常需要修订。如果您想做长线投资，可以采纳这一建议，这也是本书积极倡导的观点之一。交易商可以把所有这些信息集中在一起，勾画出未来经济走向。关注经济数据公布后市场的即刻反应，进行相应短期投资决策非常具有刺激性，但大多数投资者可能更善于从长远目光和整体角度进行考虑，进行长线投资。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第Ⅳ部分

短期股市波动

第 15 章　蜘蛛、立方体、期货和期权

第 16 章　市场波动

第 17 章　技术分析和趋势投资

第 18 章　日历异常

第 19 章　行为金融学和投资心理学



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章

蜘蛛、立方体、期货和期权

当我还是一个孩子的时候，曾经给美林做收款员，一个星期赚 25 美元，那时我听到了这样一种说法，“股票期货交易最赚钱，不过你不能干这行，因为这是一种赌博。”

——尼奥·默拉默得[1]

沃伦·巴菲特认为股票期货和期权应该被取缔，我同意他的说法。

——彼得·林奇[2]

如果有人问你美国哪支股票 2001 年的交易量最大，你会猜哪支？思科？微软？还是某支网络股，比如雅虎或者美国在线？或者拥有最大市值的通用电器？这些都不是，拥有最大交易额的股票是一支 1999 年才发行的股票，而且这支股票甚至都不能代表一个公司。这支股票叫“立方体(cubes)”，是纳斯达克 100 指数追踪股票的昵称，该股票是一支在股票交易所里交易的基金，代表在纳斯达克股

1 Leo melamed是国际货币市场的创立者，该市场是世界上最成功的一些股指期货的交易市场。这段话摘自 Martin Mayer, *Markets* (New York: W. W. Norton,1988), p. 111。

2 Peter Lynch, *One Up on Wall Street* (New York: Penguin Books, 1989), p. 280.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市市值排名前 100 位的公司。[3] 如果你想买入或者卖出一个多样化的技术股组合，最好的选择就是在美国或纽约股票交易所买卖立方体。[4] 到 2001 年秋，cubes 平均日交易量达到 30 亿。

交易所交易基金

蜘蛛(spiders)、立方体(cubes)和钻石(diamonds)，这些有意思的名字有什么共同之处？他们都是近 20 年来最成功、最具创新精神的金融工具——交易所交易基金(ETF)的昵称。ETF 是一个股票投资组合，通常包括的都是著名股指中的成份股票，现在股指中的工业部门指数和国家指数越来越多，在交易所 ETF 像个股一样交易。

第一个成功的 ETF 是 1993 年美国股票交易所创立的，这个 ETF 被称为标准普尔委托凭证(SPDR)，昵称是“蜘蛛”。SPDR 是一种信托凭证，美国股票交易所创立该 ETF 的目的是为了设计一个与标准普尔指数相匹配的证券，所以 SPDR 中各股票的比重与标准普尔 500 指数一致。SPDR 的交易方法和个股一样，它和其他股票一起在美国股票交易所挂牌交易，价值是标准普尔 500 指数价值的 1/10。SPDR 发行后很短时间内就成为美国股票交易所交易最活跃的证券。继 SPDR 取得成功后，另一个与道•琼斯工业平均指数相匹配，被称为“钻石(diamonds)”(订单符号为 DIA)的 ETF 也取得了很大成功。

这些 ETF 与相应的指数非常匹配，很多投资机构和大的投资者都愿意把他们持有的指数股转化为 ETF 或者把 ETF 转化为相关指数股。拿 SPDR 来说，最小的交易量是 50,000 股，被称为创造单位，目前，这一创造单位的价值为 5 百万美元。把 ETF 转化为指数股或者把指数股转化为 ETF 的交易非常活跃，这使得 ETF

3 “Cubes”的名字来源于该证券订单符号 QQQ 的谐音。

4 需要指出的是：许多大盘技术股在纽约股票交易所交易而不在纳斯达克交易所交易，比如朗讯科技、惠普、北电网络、美国在线、EMC、德州仪器等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格非常接近指数股价。交易如此之活跃也使得 ETF 的买卖价差非常小，只有几美分。

ETF 相对于跟踪类似指数的共同基金而言具有以下几个优点。第一，与共同基金不同，ETF 可以在交易日的任何时间买卖；第二，投资者很容易卖空 ETF，通过低价买回赚取利润。[5] 事实证明，卖空 ETF 是投资者预期市场下滑时对所有投资组合进行保值的一个非常有效的方法。最后，ETF 还会给投资者带来税收方面的好处，与共同基金不同，当投资者持有 ETF 时，几乎不会产生资本利得。当然，这些新颖的交易所交易证券也存在一些缺点，本章后续部分列举了与相应的指数相比，ETF 所具有的优点和缺点。

股指期货

ETF 事实上是战后最重要的金融创新——股指期货的衍生品。虽然 ETF 非常受欢迎，但其美元交易总量仍然低于股指期货的交易量。大部分股指期货交易在芝加哥期货交易所进行，当投资者的投资热情转移到 ETF 时，首先影响到的是芝加哥的股指期货交易，随后才影响到纽约的股票交易。

我们只需要回忆一下 1992 年 4 月 13 日发生的事情就可以看出股指期货的影响力有多大。4 月 13 日早上刚开市时，和正常交易日一样，没有什么区别，不过到了 11：45 分左右，由于从芝加哥河到金融区的地下管道破裂，造成巨大泄漏，继而引起大范围的能源供应中断，芝加哥谷物交易所和芝加哥商业交易所宣布关闭。图 15-1 描述了道·琼斯工业平均指数和标准普尔 500 股指期货在当天的变化情况。从中可以看出芝加哥期货交易刚停止，股市就发生大幅下滑。

5 ETF 不受"报升规则"（在股价下降时，禁止卖空）的约束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

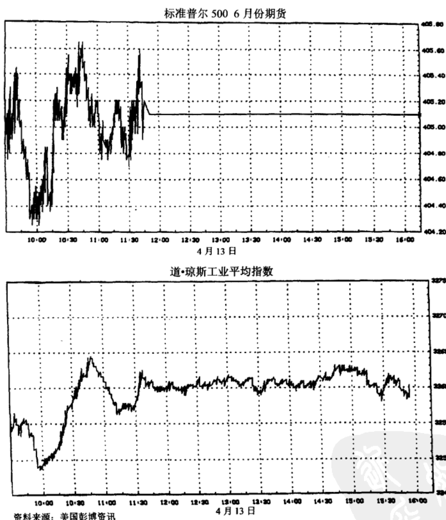


图 15-1 1992 年 4 月 13 日股指期货停止交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时的情形似乎是：如果芝加哥期货交易不回升，纽约股票交易就不可能好转。芝加哥期货市场关闭的当天，纽约股票交易所的交易量下降超过 25%；一些交易商声称如果期货交易所仍然不运转，将会带来流动性问题，继而会给纽约股票交易所某些股票交易带来困难。[6]不过 Oppenheimer & CO.公司的市场战略分析家 M ichael Metz 在 4 月 13 号发表言论说，“股票市场现在的表现绝对是另人庆幸的，市场看起来是如此地平静。这让我想起了程序化交易商(program traders)占据市场之前华尔街的太平日子。[7]”

投资者耳熟能详的这些程序化交易商究竟是什么人？他们究竟是做什么的？20 世纪 80 年代中期，引入股指期货后没几年，纽约股票交易所呈现出一片繁荣和喧闹景象，交易大厅满是传送交易指令和进行交易的人。不过交易大厅的喧闹声常常被能够自动打印买卖凭单的机器的砰砰声打断。自动机器上的这些交易指令几乎都是指数期货套利商发出的，指数期货套利商是指利用芝加哥股指期货和纽约相应指数构成股票之间的价格差进行套利的投机商。投资商的这些交易指令表明期货价格正在发生变化，同时也预示着纽约股票交易所的股票价格将会很快发生相应变化。这是一种“灾难”即将到来的警报，有点像圣经中蝗虫的嗡嗡声——预示着粮食将被大面积糟蹋和饥荒的到来。20 世纪 80 年代和 90 年代初期，一些非常大幅度的股价下滑都发生在计算机执行期货市场的交易指令之后。

很多人可能会感到奇怪，在短期，股票总体价格水平的变化最初不是来自于纽约的华尔街而是来源于芝加哥商业交易所的瓦克尔大道。纽约股票交易所的专家经纪人，即进行造市和市场监督的交易员，整天死死盯着期货市场，试图从中发现股价可能的动向。这些交易员从他们以往的经历中得到一个非常重要的教训，

6 Robert Steiner, “Industrials Gain 14.53 in Trading Muted by Futures Halt in Chicago,” *Wall StreetJournal*, April 14, 1992, p. C2.

7 “Flood in Chicago Waters Down Trading on Wall Street,” *Wall Street Journal*, April 14, 1992, p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那就是决不要与股指期货背道而驰。如果某个交易商的交易与股指期货背道而驰，该交易商就可能会葬送在这次交易中，像 1987 年 10 月 19 日那样，道·琼斯指数下降近 23%，好几个专家经纪人职业生涯被葬送。

股指期货的影响

很多投资者视股指期货为一种深奥难测的金融工具，而且认为与股票交易市场没有多大关系。很多投资者对这些新兴金融工具毫不了解，但在股票市场他们同样取得了很大成功。但是，如果对股指期货没有一定的了解，就不可能理解短期股票市场变化的原因。

随便捡起一张报纸，看一下当天的有关股票交易的报道，很可能就会看到有关程序化交易的分析，尤其是当市场波动比较大的时候。通过程序化交易，芝加哥期货市场大的价格变化转移到纽约股票市场。

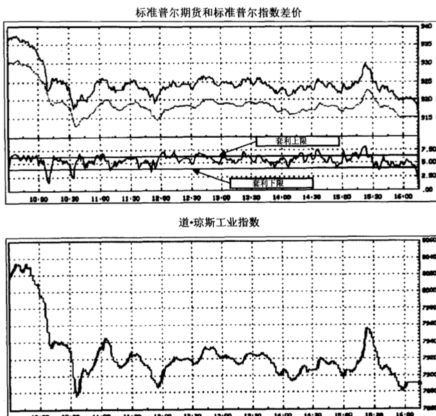
下面是 1997 年 7 月 19 日《纽约时报》描述市场变化的一段话：

> 昨天，股价普遍下滑，两天前，道 琼斯工业平均指数刚刚达到 8,000 点。导致这次股价下滑以及这天以前道 琼斯指数下降 145 点的原因在于程序化交易的泛滥和“双重到期(double witching)”——一些股票期权和股指期权的到期。[8]

图 15-2 描述了当天股票和期货市场的变化，本章后面将有详细说明。股票市场上大多数大的变化都是由某些重大事件引起的，而股指期货市场一般会首先对这些事件做出反应。

8 David Barboza, “Stocks Tumble, Wiping Out Week’s Gain,” *New York Times*, July 19, 1997, p. 31.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美国彭博资讯

图 15-2 1997 年 7 月 18 日，交易波动幅度和期货交易

期货市场的基础

股指期货是继股票行情跑马灯(ticker tape)之后股票市场最重大的发明。现在，世界上所有大的股票市场实际上都在经营股指期货，如果某机构投资者想要改变其国际股票投资组合分配，股指期货是一个非常好的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货交易的历史可以追溯到几百年前。“期货”一词的原意是承诺在未来某个日期以某个固定的价格买入或者卖出某个固定的商品。期货交易首先应用在农产品贸易上，在农产品尚未收割之前，农民希望其价格能够得到保证。如果买卖双方想避免不确定性带来的风险，他们可以达成协议，事先确定未来交易的价格。要求履行这些协议的买卖契约(被称为“期货合约”)可以自由转让，当这种转让交易变得非常活跃时，就形成了期货市场。

1982 年 2 月，堪萨斯城商品交易所创立了第一支股指期货，该股指期货是基于价值线指数(Value Line Index)，该指数包含大约 1,700 支股票。两个月后，世界上最成功的股指期货——标准普尔 500 指数期货——在芝加哥商业交易所诞生。之后仅仅过了两年，标准普尔 500 指数期货的美元交易额便超过了纽约股票交易所所有股票的交易额。如今，标准普尔 500 指数期货每天的交易量高达 180,000 份合约，价值 500 亿美元。美国还有纳斯达克、道·琼斯等其他股指期货，在所有这些股指期货中，标准普尔 500 指数期货的交易量一直遥遥领先，占此类证券交易量的一半以上。

所有股指期货价格的形成都是比较相似的。标准普尔 500 指数期货承诺在未来某个确定的日期(称为结算日)以标准普尔 500 指数点数的固定倍数价格卖出(对卖方而言)或者买入(对买方而言)某个确定数量的该股指期货。在标准普尔 500 指数期货中，该倍数为 250，所以如果标准普尔 500 指数是 1,000 点的话，期货合约的价格就是 250,000 美元。

每年有四个结算日，每两个结算日之间的间隔时间相等。这四个结算日分别是 3 月、6 月、9 月和 12 月的第三个星期五。每个结算日分别对应一个期货合约。假设你购买了一份期货合约，在结算日结算时，要计算准普尔 500 指数在结算日与购买日之间的价格差，如果价格差为正，您将有权得到价值为该价格差 250 倍的收入，如果价格差为负，您就有义务付出，付出总额为该价格差 250 倍。

比如说，如果您在标准普尔指数为 1,000 点时购买了一份 9 月份标准普尔 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数期货，在 9 月的第三个星期五，标准普尔指数升为 1,010 点，那么您就赚了 10 点，价值为 2,500 美元($250×10 点)。当然，如果在结算日，指数下降为 990，你就会损失 2500 美元。只要标准普尔 500 指数上升或者下降 1 点，每份合约将收入或者损失 250 美元。

当指数上升时，期货合约的买方盈利，卖方损失。当指数下降时，卖方盈利，买方损失。在前面的例子中，如果在 1,000 点时卖出标准普尔 500 指数期货，如果结算日指数上升为 1,010 点，卖方就会损失 2,500 美元，相反，如果指数下降为 990 点，就会收入 2,500 美元。

期货交易之所以备受欢迎的原因之一在于其特殊的交易方法。期货合约都是标准化的，如果签署或者购买了某期货合约，就必须在交割日买入或者卖出合约中写明的某一特定数量的标的物。在很多杜撰的有关期货合约故事中，有这样的情景：交易商忘记了履行其合约，但在交易日却发现其门前的草坪倒满了小麦、玉米或者冻猪肉。

如果股指期货交易采纳商品期货交易的这一规则的话，在交割时，就需要求交易方拥有一定数量的标准普尔所有 500 支成份股股票。很显然，这将给交易带来很大的麻烦，同时交易成本将会很高。为了避免这一问题，股指期货合约的设计者规定股指期货用现金进行交易，而交易中的这一现金额仅仅等于合约买卖日和结算日之间的差价。交易中不发生实际股票交易。如果在交割日之前，某交易商没有履行其合约，在交割日，只需借计或者贷计其账户便可。

现金结算的期货合约的建立并不是一件容易的事。美国的很多州以前视现金交易的期货合约为赌博行为——而除非在某些特殊的环境下，赌博是非法的。这些州中包括伊利诺斯州，但伊利诺斯州现在有很多大的期货交易所。1974 年，国会成立了联邦机构——商品期货交易委员会，来管理所有的期货交易。由于联邦政府并不禁止赌博，所以限制期货合约的州法律失效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数套利

期货市场上商品(或者金融资产)的价格与相关商品的价格是密切相关的。如果某期货合约的价格远远高于公开市场(常被称为现金或者现货市场)上现货商品的价格，那么交易商就可以在现货市场购买该商品，储存下来，然后在期货合约的交割日高价卖出，获得利润。如果期货合约的价格远远低于目前的现货商品价格，那么商品所有者就可以现在卖出该商品，然后再购买期货合约，在将来以较低的价格买入该商品——从本质上来说，就是从存货商品中赚得利润。

上述这种根据期货价格买卖现货商品的做法就是一种典型的套利行为。套利过程中，交易商利用了相同或者类似商品或金融资产暂时的价格差。通过经营此类交易，从中获利的商人被称为套利商。

套利活动在股指期货市场上非常活跃。如果期货合约的价格远远高出标准普尔 500 指数的价格，那么套利商买入标的股票，卖出期货合约就会有利可图。相反，如果期货价格远低于指数价格，套利商人就会卖出标的股票，买入期货合约。在结算日，期货合约必须是按合约约定的标的指数进行交割，所以期货合约价格与实际现货指数价格之间可能会存在差价——如果差价为正，称为溢价，差价为负，称为折价——差价的存在给套利商人带来了盈利机会。

近些年来，指数套利已经成为一种非常精妙的艺术。指数价格是基于标的股票价格，而股指期货的价格通常只在很小范围内围绕指数价格波动。如果股指期货的买卖导致其价格超出了这个范围，套利商就会乘机而入，短期内大量买卖该指数的标的股票。如果是同时大规模买入，称为买空投机，如果是大规模卖出，则称为卖空投机。市场评论员在谈到卖空投机严重影响市场时，指得就是指数套利商在纽约股票交易所大量抛售股票而在芝加哥期货交易所大量买入折价(或者只有非常小溢价)的股指期货。

无论是何种套利活动，把握时机都是至关重要的。交易的买和卖都必须在非常短的时间内完成，只有把握住时机，才有机会获得投机利润。标准普尔 500 指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数所含的股票在纽约股票交易所几乎都有交易，这些股票的交易一般都是通过被称为指定命令交易系统（DOT）的自动指令系统完成的。只要交易大厅里交易员的套利指令一发出，该系统就可以记录下相关指令。

让我们看看 1997 年 7 月 18 日发生的事情。正如前面提到的那样，期货交易是促使当天股票价格下降的一个重要因素。从图 15-2，可以看出从早上 9：30 期货市场开市到下午 4：15 期货市场闭市时，股指和期货价格的变化情况以及二者之间的差价。

如果股指和期货的差价比较小，指数套利商是不会介入套利活动的。因为存在交易成本，所以二者之间的差价必须足够大，才可能获得利润。图 15-2 表明了在合理的交易成本下，指数套利发生的最高界限和最低界限，当然，有些套利商在这些界限到达之前就已经开始套利活动了。

7 月 18 号早上刚过 10：00，由于交易商对市场前景的悲观态度，芝加哥交易所 9 月份交割的标准普尔 500 指数期货价格开始下降。而且价格刚好下降到套利活动有利可图的水平。因此指数套利商便买入贬值的股指期货，卖出指数的标的股票。

从图 15-2 道・琼斯工业平均指数的变化曲线中我们可以看出当卖空投机开始时，股票平均价格发生了明显的变化。当期货价格下降，套利商开始卖出股票时，股价发生了明显下降。道・琼斯指数在短短的几秒钟内下降了 10~15 点。导致这一下降的原因在于道・琼斯指数中比重很大的一些股票的价格在同一时间内下降。大盘股的专家经纪人注意到了期货已经折价，预测到很快会发生股票卖空，于是便提前标低了他们交易的股票价格。指数套利可以促使纽约交易所股票价格和芝加哥交易所期货价格保持一致，而专家经纪人的这种调整，加速了这一过程。我们还可以看出，在纽约股票交易所闭市后，与其公平市场价格相比，期货合约仍然在折价销售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测纽约股票交易所股票的开盘价

虽然芝加哥商业交易所的股指期货交易在东部标准时间下午 4：15 就闭市，但这并不意味着股指期货交易就停止了，30 分钟后股指期货交易在电子市场——全球期货交易系统(Globex)继续进行。Globex 没有中央交易大厅；交易商通过电脑进行交易，他们的买卖报价会显示在电脑屏幕上，所有有关当事人都有机会直接进行交易。Globex 上的交易从当天下午 4：45 一直持续到第二天早上的 9：15，15 分钟后，纽约股票交易所和芝加哥期货交易所开市。第 13 章我们看到了 2001 年 9 月 11 号早上恐怖袭击之后，标准普尔 500 指数期货的变化。

一般来说，在纽约股票交易所和纳斯达克股票交易所的正常股票交易结束后，股指期货的交易会活跃起来，这是因为这时正好是很多公司发布他们的收益报告和对华尔街的预测准确性进行评论的时候。到了夜间，股指期货的交易一般比较冷清，当然发生重大的爆炸性新闻时例外，东京交易所有重大变化时交易也会增加。第二天早上 8：30 左右，股指期货的交易会重新活跃起来，因为这时有很多政府经济数据，比如就业报告和消费以及生产价格指数会发布。在第 14 章中，我们提到，1996 年 7 月 5 日，发布强势就业报告后，在 Globex 交易的标准普尔 500 指数期货大幅降价。

市场研究员可以利用 Globex 的标准普尔 500、纳斯达克、以及道• 琼斯指数期货的价格来预测第二天纽约股票交易所开市时的股票价格。标准普尔 500 指数期货的公平市场价格是在前一天闭市价格的基础之上，在期货和现货市场能够发生套利条件下计算出来的。如果 Globex 的交易价格高于在前一天收盘价基础上计算出来的公平市场价格，股票市场开市时行情很可能看涨；如果交易低于公平市场价格，则开市时，行情很可能看跌。

早上 9：15(东部标准时间)，从 Globex 的收盘价和公平市场价格之间的差价，可以预测出标准普尔 500 指数在开市时会涨还是会跌，当然，要保证在从 9：15 到 9：30 之间，纽约和芝加哥交易所都没有开市的这段时间内没有重大新闻发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多金融新闻媒体每天很早就报道有关 Globex 的交易情况，目的就是为了让读者能够及时了解市场状况。

双重到期和三重到期

在股指期货合约的到期日，股指期货对股票价格的影响非常微妙。要想收回套利的成本并赢得利润，需要同时做一个与期货合约相反的股票买卖行为。然后在期货合约的到期日，在期货合约到期的同时，套利商放弃他们的股票头寸。

股指期货合约在每个季度最后一个月的第三个星期五到期，也就是 3 月、6 月、9 月和 12 月的第三个星期五。股指期权以及个股期权在每个月的第三个星期五交割，这将在本章后续部分介绍。这也就是说，一年当中，有 4 天是三种类型的合约同时交割。这导致在同时交割的这 4 天市场价格波动非常大，这一状况被称为三重到期(triple witching)。剩余 8 个月的第三个星期五没有股指期货的交割，这 8 天被称为双重到期，双重到期日股价的波动没有三重到期日的波动大。

双重或者三重到期日，市场价格的波动比较大并不难理解。因为，在这些天，无论价格是多少，只需将受客户的指令，纽约股票交易所的专家经纪人在闭市时，都要买入或卖出大宗的股票。如果买入指令占了大多数，价格就会上涨， 如果卖出指令占了多数，价格就会下降。这些价格的涨跌，并不会对套利商造成影响，因为套利商在期货头寸上的利润会抵消在股票头寸上的损失，或者在股票头寸的利润抵消期货头寸的损失。

1988 年，纽约股票交易所促使芝加哥商业交易所改变其交易方法，在周四闭市时结束期货交易，用周五开市的价格而不是闭市的价格进行交割。这就给专家经纪人更多的时间平衡买卖报价，同时也在很大程度上缓和了股价在双重到期日的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金和杠杆率

股指期货合约受到如此欢迎的原因之一在于，交易所需的现金只占合约本身价格的很小一部分。和股票交易不同，期货交易的买卖双方之间并没有现金的转移。在期货交易中，经纪人要求买卖双方交纳一定的信用担保金，称为“保证金”，以确保双方在交割日履行合约。对于标准普尔 500 指数而言，初始保证金是 20000 美元，或者说是合约价格的 8%。保证金以国库券的形势储存，投资者可以获得利息，所以期货合约交易既没有现金的转移也没有利息收入的损失。

“杠杆率”是指投资者控制的股票的价格总额与投入期货合约的保证金总额的比值，杠杆率是比较大的。拿标准普尔 500 指数期货合约来说，投入每一美元现金(或者国库券)的保证金可以支配大约 12 美元的股票。对于日交易而言，如果在当天闭市时平衡了头寸，那么所需的保证金则可以减半，也就是说杠杆率可以达到 25∶1。如此低的保证金与 1974 年以来实行的个股交易需要交纳的 50%的保证金形成鲜明的对比。

这种用 1 美元现金控制 12 或者 25 美元股票的能力让我们回忆起 20 世纪 20 年代最小保证金要求建立起来以前投机盛行时的情形。在 20 世纪 20 年代，个股交易通常只需要交纳 10%的保证金。当时借钱投机非常流行，因为只要股价上涨，没有几个人会损失。不过，如果股价突然下降，保证金购买者不仅会损失他们的股权，还会欠经纪公司一笔债。关于这种低保证金是如何加强市场波动的问题，我们将在第 16 章讨论。

交易所交易基金(ETF)和股指期货的优势

使用 ETF 和期货可以在很大程度上提高证券组合管理的流动性。假设某投资者已经在个股交易上获得了比较可观的利润，而现在他担心股价会下跌。卖掉股票并不是很好的选择，因为这需要交纳大额的资本利得税。而且，该投资者可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还坚信自己的股票跌后还会回升，如果真是这样的话，现在卖掉，然后再买回，又会增加很多交易成本。

有了 ETF（或者股指期货），所有这些担心都没有必要了。投资者在继续持有其个股的同时，可以卖出与其所持股票组合等价的 ETF 或者股指期货。这样，如果股价下跌，投资者在 ETF 上的盈利可以弥补在股票组合上的损失，如果股价上涨，在个股上的盈利可以弥补 ETF 上的损失。这被称为规避股票市场风险。由于投资者根本没有卖出个股股票，所以不会产生赋税。

ETF 的另一个优点是，即使没有任何股票，也可以从股价的下跌中获得利润。卖出 ETF 而不是卖空股票，或者说卖出你不拥有，但预期股价将下跌的股票，然后再低价买回。预计股价下跌时，卖出 ETF 要比卖空证券组合方便，因为如果股价正在下跌的话，个股是不能卖空的，但是 ETF 没有这个限制。

比较 ETF、股指期货和指数共同基金

有了股指期货和 ETF，如果投资者想要使自己的投资与市场总体情况或者某一重要指数的表现相匹配，就有三个选择：ETF、股指期货和指数共同基金。指数共同基金是一种与股指相匹配，没有固定限度的共同基金（这将在第 20 章讨论）。表 15-1 对这三种金融工具的特点进行了比较。

表 15-1 指数化投资工具比较

	ETF	股指期货	指数共同基金
可以持续交易	是	是	否
能够卖空	是	是	否
杠杆率	可以借入 50%	可以借入超过 90%	没有
费用率	非常低	没有	很低
交易成本	股票佣金	期货佣金	没有
股利再投资	否	否	是
税收优势	非常好	差	很好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就交易的灵活性而言，ETF 和股指期货远胜于指数共同基金。ETF 可以在交易日的任何时间买卖，在 Globex 上，股指期货整夜都可以交易。与此不同，共同基金只能在闭市时买卖，而且投资者的交易指令必须提前几个小时发出。在股价下降时，可以卖空 ETF 和指数期货，对投资组合进行对冲保值或者投机赚取利润，共同基金则没有这个功能。在保证金方面，ETF 和股指期货也具有优势，ETF 和一般股票一样，目前美联储规定的交易保证金要求为 50%，而股指期货的杠杆率最高，投资者可以控制相当于保证金金额 20 倍或者更多倍的股票。

ETF 和股指期货的灵活性对投资者而言，既是一件好事，也是一件坏事。持续的乐观或者悲观新闻很容易引起过度反应，致使投资者当天低价卖出或者高价买进。更为可怕的是，除了对冲保值，可以卖空股票以及使用杠杆比较容易这两大特点提高了投资者根据自己的感觉进行短线投资的积极性。短线投资是非常危险的。对于大多数投资者而言，控制交易的频率和降低杠杆率对于提高他们的总收益是有帮助的。

在交易成本方面，应该说所有这些工具都是非常低的。指数共同基金每年的交易成本低于 0.2%，[9] 而有些 ETF 的交易成本则更低。ETF 和股指期货都需要通过经纪人才可以交易，需要支付佣金和买卖报价的差价(不过，对于这两种比较活跃的金融工具而言，差价是很小的)。而大多数指数共同基金都是按净值交易的，也就是说买卖时，无须支付佣金。而股指期货更是不涉及年度成本，不过期货合约要不断转为新合约，一年内至少要转换一次，这就产生了附加成本。

至于税收方面，ETF 最占优势。因为从 ETF 的结构来说，时间越长，资本利得越少，过些年后，资本利得几乎为零。指数共同基金同样也具有税收优势，不过当投资者赎回他们在基金中的股份时，基金必须从投资组合中卖出个股，这就产生了资本利得。虽然大多数指数基金的资本利得都比较少，但相对 ETF 而言，已经是很大了。[10] 期货不具有税收优势，因为在年末，无论合约卖出与否，任何

9 先锋 500 指数基金的成本略低于该指数的成本。参见第 20 章。

10 从 1993 到 2001 年，SPDR 每 1%的净资产的每年平均资本利得是 3 个基点(0.01%)，而同样非常具有税收优势的先锋 500 指数基金则为 35 个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利得和损失都需要兑现。

如果是投资者的账户是免税的，比如个人退休金账户或者基奥计划(IRA，指自由职业者为退休而存款)(这些账户不允许进行期货交易)，那么 ETF 和指数共同基金在税收上就无所谓区别。当然，如果是应税账户，ETF 的税后收入会比最具税收优势的指数基金还略高一些。

一般来说都不会选择股指期货，除非是一个投机者或者想使用大杠杆率，并且准备接收经纪人追加准备金的通知。如果既想投机于市场变化方向，又想使用杠杆，建议您使用股指期权，它可以控制您的损失，下面我们将讨论股指期权。

持有 ETF 还是低成本的指数共同基金？这是一个艰难的选择。如果您想频繁、快速进出市场(我不赞成这种做法)，你应该选择 ETF。如果您基本上是一个月做一次投资决策或者说希望您股利能够自动再投资，那么不需要支付佣金的指数基金是最好的选择。总体来说，两个都选最为有利，您可利用共同基金进行长期积累、股利再投资以及定期储蓄，同时利用 ETF 进行短期调整和套期保值。

股指期权

虽然股指期货对股票市场的影响远比期权的影响小，但股指期权市场却吸引了很多投资者的目光。这并不奇怪。期权的美丽之处正在于它的名字：按照约定条件买或卖，这是权利，而不是义务。这就是说，如果您做出了错误的决定，这会自动控制您的损失。

期权分为两类：看跌期权(卖出期权)和看涨期权(买入期权)。看涨期权赋予期权买方在双方约定的时间、按约定的价格买入某只(或多只)股票的权利。看跌期权赋予期权买方卖出的权利。个股交易中的看跌期权和看涨期权事实上已经存在了几十年，但有组织的交易直到 1974 年芝加哥商业交易所(CBOE)成立后才开始。

期权的优点在于期权买方的损失是有限的。如果股票价格的变化不利于期权买方，那么他可以放弃执行买或者卖的权利。这与期货合约明显不同，在期货合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约中，如果价格不利于合约买方，损失将会很大。在多变的市场环境下，期货合约的风险可能会非常大，而且如果投资者不履行合约，需要支付大额赔偿。

从 1978 年开始，芝加哥商业交易所开始进行标准普尔 500 等重要股指的期权交易。[11] 期权的乘数比期货的乘数小，拿标准普尔 500 指数来说，期权交易中 1 点是 100 美元，而期货交易中 1 点是 250 美元。

股指看涨期权赋予期权买方在约定的时间内按照约定的价格买入股票指数的权利。假设标准普尔 500 指数现在是 1,000 点，您认为价格会上涨。所以您支付了 30 点，也就是 3,000 元买入一个指数期权，时间为 3 个月，合约中约定的价格是 1,020 点。在这里，购买期权支出的 3,000 元称为期权费，合约中约定的期权的执行价格（这里是 1,020 点）称为协定价格。您可以选择在未来 3 个月的任何一天执行期权，标准普尔 500 指数的市场价格比 1,020 每高出一点，您就收入 100 美元。

期权市场比较灵活，您可以在期权到期日之前的任何一天选择执行期权。如果不能获利，您可以选择不执行。在上面的例子中，想要获利，标准普尔 500 指数必须要涨到 1,050 点以上，因为您支付了 3,000 元的期权费。当然，期权最大的好处在于如果对市场预测错误，最大的损失也不过是支付的期权费。

股指看跌期权的原理事实上与看涨期权完全一样，只不过，在看跌期权中，期权买方只有在市场价格下跌的情况下才能盈利。假设您买了一份标准普尔 500 看跌期权，协定价格为 980，支付了 3000 元的期权费。指数市场价格比 980 每低 1 点，您就获得 100 美元的补偿。如果在期权到期前，指数降到了 950 点，称为损益平衡点，既没有盈利，也没有损失。市场价格比 950 每低一点，您就获得 100 美元的收入。

期权费的大小由市场决定，同时取决于很多因素，其中包括利率和股息率。当然最重要的因素是股票市场本身可能的变化。很显然，无论是看涨还是看跌期权，市场波动越大，期权费越高。如果市面呆滞，股价不可能涨很高（看涨期权）

11 事实上，标准普尔 500 指数中比重最大的 100 支股票构成的指数，标准普尔 100，是交易最广泛的股指期权。标准普尔 500 指数期权更多地受到机构投资者的欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者跌很低(看跌期权)，所以期权买方不可能获得高额利润。如果预期市场持续呆滞，期权费将会比较低。相反，如果市场价格多变，期权卖方会根据期权到期日可能的价格来要求期权费。[12]

期权费的大小取决于期权卖方对期权买方在期权到期时按约定价格买入或卖出股指的可能性大小的判断。19世纪70年代，经济学家 Fischer Black 和 Myron Scholes 第一次提出了期权定价的数学公式，大大推进了期权定价理论。Black-Scholes 公式的提出非常及时。这使得投资者在期权估价时有了标准而不是仅凭直觉。Black-Scholes 公式得到广泛使用，世界各地的交易商的掌上计算器和个人电脑上都安装了该公式。虽然该公式还有许多需要改进的地方，不过实证研究表明，利用该公式计算出来的期权价格与实际交易价格很接近。

期权为投资者打开了一个新市场。现在，投资者不仅可以投资于价格水平，还可以投资于价格波动性。那些预期市场价格将会比平常变化大的投资者可以选择买入看涨期权或者看跌期权，而那些预期市场价格变化没有平常大的投资者可以选择卖出期权。如果投资者买入波动性，他们既可以买入看涨期权也可以买入看跌期权(或者同时买入两种期权)，他们期望的是在期权的到期日内发生大的价格变化。如果投资者卖出期权，他们期望市场相对比较平静，并且期望在到期时，期权贬值或者价格远低于他们购买时的价格。比较特殊的是，即使股指市场价格没有发生变化，投资者卖出期权仍然可以获得收益。

买入股指期权

事实上，相对期货和 ETF 而言，期权是一种更为基础的金融工具。您可以用期权来复制任何期货和 ETF，但反过来是不行的。在投资策略上，与期货相比，期权给投资者提供了更多的选择。期权投资者的策略可以是非常大胆的，也可以是非常保守的。

12 第16章将讨论著名的“VIX”期权价格变化率指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设投资者预期股价将会下跌。为了减少股价下跌带来的损失，他可以买入一个看跌期权。当然，他必须支付期权费，期权费与保险费非常相似。如果股指没有下降，投资者损失了期权费。如果股指下降，投资者在期权上的盈利就可以在一定程度上(如果不是全部抵消的话)弥补在证券投资组合上的损失。

看跌期权的另一个优势在于想要得到什么程度的保护，就可以购买什么层次的期权。如果想消除股价大幅下滑带来的损失，可以购买价外(协定价格低于目前市场价格水平)看跌期权。价外看跌期权只有在股价大幅下滑时才会执行。另一方面，也可以购买在价(协定价格略高于目前市场价格)看跌期权，这样，即使到期时市场价格没有下降，期权同样具有一定的价值。当然在价期权的期权费比较高。

我们听说过很多购买期权赢得巨额利润的经典案例。事实上，只有少数期权到期时赢得巨额利润，大多数期权到期时一文不值。据一些市场研究员的统计，投资于期权的个人投资者中有85%亏损。期权买方不仅要准确判断市场变化的方向，而且还要非常精确的把握买卖时机，同时，对协定价格的选择也必须要准确。

卖出股指期权

当然，有人买入期权，就要有人卖出。所有看涨期权的卖方都认为市场价格不会涨到可以让期权买方盈利的水平。大多数时间，看涨期权的卖方都是盈利的，因为大多数期权到期时并不值钱。当然，如果市场价格发生了不利于卖方的变化，而且变化非常大，卖方的损失将会是非常大的。

基于这一原因，大多数看涨期权的卖方会同时持有股票。这一策略被称为“买入并卖出”。现在这一策略在投资者中间非常流行，因为这一策略可以被认为是双赢策略。如果股价下降，卖方可以从期权买方那里获得期权费，这要比没有卖出期权有利。如果股价没有变化，卖方同样可以获得期权费，仍然有利。如果股价上升，卖方在股票上的盈利仍然比在期权上的损失要大，这对卖方仍然是有利的。当然，如果股价上升幅度过大，卖方可能会错过盈利的大好机会，因为他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承诺要以比较的低的价格卖出股票。在这种情况下，如果期权卖方当初没有卖出期权当然最好了。但是，与根本没有持有股票相比，他们仍然是赚钱了。

如果说看跌期权的买方是确信股票市场价格会下跌的投资者，那么卖方就是那些只有在股票市场价格下跌时，才愿意买入股票的投资者。看跌期权的卖方收入期权费，在股票市场价格降到协定价格以下时卖出股票，在股票市场价格没有降到协定价格以下时，保留股票。由于看跌期权的卖方没有看涨期权的卖方多，所以协定价格远低于目前市场价格水平的看跌期权的期权费常常很高。

长期趋势和股指期货

股指期货和期权是 21 世纪 80 年代最重要的金融创新，他们给股票投资者和资金经理带来了更多的选择。资本化程度较高的公司的股票，比如那些道·琼斯工业平均指数的成份股票，由于流动性非常强，长期以来吸引了大多数投资者的资金。不过，有了股指期货以后，投资者开始购买以标准普尔 500 为代表的市场指数期货。股指期货比任何高度资本化的蓝筹股都更具流动性。所以，当资金经理想要投资于股票市场时，他们很可能选择股指期货。

国际投资者和那些涉足全球资产分配的相关人士也会选择股指期货和期权，因为这有助于他们改变在各国的投资比例。对许多这样的基金经理来说，他们所要做的首要的投资组合决策就是确定各国的投资比例。而买卖股指期货显然是一个改变投资比例的好方法。在实际投资决策中，一些资金经理尽量避免个别没有股指期货交易的国家，原因就在于没有股指期货很大程度上影响了资金流动性，而资金流动性对他们来说是至关重要的。

如果想要购买一篮子股票，ETF 同样是一个好的选择。而且对很多投资者来说，ETF 要比股指期货更优越。那些不喜欢股指期货交易中的高波动性和高杠杆率的投资者可能更愿意购买 ETF。同时，购买 ETF 还可以避免卖出个股时所要交纳的资本利得税，这样便锁住了一部分利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章

市场波动

“危机”这个词包含两个意思：一是危险，二是机会的信号。

图 16-1 把 1922-1929 年与 1980-1987 年间道·琼斯工业平均指数表现进行了比较。从图中我们可以看出，这两个牛市具有不可思议的相似性。1987 年，《华尔街日报》的编辑发现了两者之间的相似之处，他们认为这种相似性很具有启发性，于是就在报纸上发表了一篇文章，把二者进行了比较。他们万万没有想到他们的一篇比较文章给股市带来了巨大的冲击。1987 年 10 月 19 日发生了美国股市有史以来最大的日股价下跌，超过 1929 年 10 月 29 日的股市大崩盘。1987 年接下来的一段时间股市表现仍然与 1929 年非常相似。看到如此大的相似性，很多预测专家认为灾难临近，建议他们的客户抛出所有股票。

然而，两者之间的相似性在 1987 年底便停止了。10 月份的大衰退之后不久，股市就开始回升，并且在 1989 年 8 月达到新高。而 1929 年的大衰退则有所不同，1929 年 10 月份发生大衰退后两年内美国股市一直沉浸在大熊市之中，股价下跌了近 2/3，而且情形持续恶化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

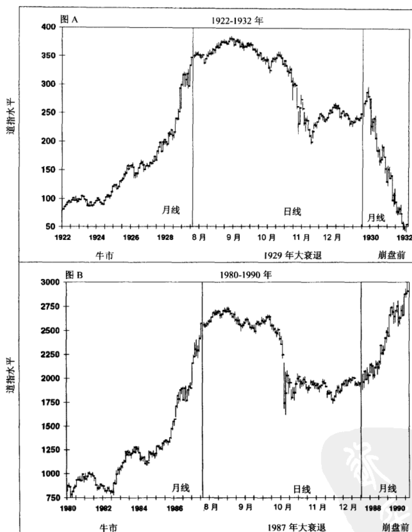


图 16-1 1929 年和 1987 年股市大崩盘

两者之间的区别在哪里？为什么前期惊人地相似，后来差异却如此之大？原因非常简单，1987 年，中央银行有权利控制货币供给，而 1929 年则没有这个权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利，而货币供给恰恰是保持经济流动性的最重要的原因。吸取了20世纪30年代的惨痛教训，美联储不定期地增加流通中的货币供给，并且承诺给予所有商业银行存款以支持，确保金融系统的各个方面能够正常运转。

央行的这一政策消除了公众的疑虑。银行没有发生挤兑，货币供给没有收缩，商品和资产没有减值。事实上，虽然股市发生了下滑，但经济本身却在增长。1987年10月份的股市大衰退给投资者一个很重要的启示——那就是危机发生的时候可能正是赚钱机会到来的时候，而不是恐慌的时候。

1987年10月份的股市大衰退

1987年10月19号星期一发生的股市大衰退是战后金融界影响力最大的事件。道·琼斯工业平均指数从2,247点降到1,739点，下降508点，降幅达22.6%，这是到那时为止下降点数最多的一次，也是有史以来降幅最大的一次。纽约股票交易所的交易量达到有史以来的最高水平，周一和周二的交易量超过6,000万股，那一星期股票的交易量超过了1966年整年的交易量。

华尔街的大衰退给整个世界都带来了不利影响。在东京，股价创纪录地一天下降了15.6%，两年后进入了自己最大的熊市。在新西兰，股价下降40%，香港股市由于出现大规模股指期货违约，被迫关闭。仅仅在美国一国，股价暴跌接近5000万美元，全球股价下降总额超过10亿。这一数额比全非洲的国民生产总值总和还高。

这次股价下降事实上在“黑色星期一”(也就是10月19日)之前就开始了。在前一个星期三早上8：30，商务部报告说美国商品贸易逆差为157亿美元，这是美国历史上最大的商品贸易逆差之一，远远超过了市场预期。金融市场对这一报告的反应非常敏感。自1985年11月以来，长期政府债券的收益率第一次超过10%，外汇市场美元大幅贬值，星期三道·琼斯指数下降95点，创下了当时的最高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期四和星期五道·琼斯指数持续下降，又下降了 166 点多。在上一个星期五下午距闭市还有 15 分钟时，芝加哥股指期货市场出现了大规模抛售的情况。指数降到了支持水平以下，很多人不惜一切代价抛掉手中持有的股票，芝加哥期货市场出现抛售狂潮。

12 月交割的标准普尔 500 指数期货不可思议的比现货指数低出了 6 点(或者说 3%)。这么大的折价说明基金经理愿意做出巨大让步早点卖出大额股票，他们看重的是速度，而不是风险，如果不加快速度，手中持有的股票可能就卖不出去了。从星期一到星期五，股市经历了过去 50 年来最遭的一个星期。

星期一开市之前，股市上空笼罩着不祥之兆。东京证券交易所指数一夜之间下降了 2%，悉尼和香港股市也发生大幅下滑。在伦敦，股价下降了 10%，因为许多基金经理预期纽约股价会下降，所以竭尽全力在股价下降之前卖出美国股票。

黑色星期一纽约股票交易所的交易极其混乱。9∶30 开市铃声响起后，道·琼斯股中没有一只股票发生交易。到早上 9∶45 为止，只有 7 只道股有交易，10∶30 时，还有 11 只股票没有开始交易。投资组合保险人(将在后面介绍)不停地抛售股票，试图使他们的客户远离股价下降的风险。当天下午，标准普尔 500 指数期货以低于现货 25 点或者说 12%的价格出售，这么大的差价，在以前来说是难以想象的。到那天下午，纽约股票交易的计算机系统发出了大量程序化交易的卖出指令。在最后一个交易小时内，道·琼斯指数下降了近 300 点，使得当天总下降指数达到 508 点。

历史上把 10 月 19 日当作股市大崩盘日，但事实上接下来的 10 月 20 日——“恐怖星期二”，正如人们已经知道的那样——股市同样惨不忍睹，几乎垮掉。星期二股市开市后，股价比星期一高出了 10%，但没过多久，股市就开始下滑，中午刚过，股价就降到了星期一闭市价以下。标准普尔 500 指数期货降到 181，比报告的股指价格低出了 40 点或者说 22%。如果股指套利起作用的话，期货价格应要求道·琼斯指数达到 1,450 点。在这种计算方法下，世界上最大市场的股票价格仅仅等于 7 个星期前 2,722 高点的一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一天，股市几乎彻底被击垮。纽约股票交易所虽然没有关闭，但停止了200多只股票的交易。而芝加哥期货交易所第一次停止了标准普尔500指数期货的交易。惟一没有停止的期货市场是主要市场指数期货(Major Market Index)，该指数代表蓝筹股，在芝加哥谷物交易所交易。

股市发生大崩盘后，《华尔街日报》的调查报告指出期货市场是扭转股价暴跌的关键因素。[1] 主要市场指数期货是模仿道·琼斯工业指数期货的一只股指期货，该股指期货当时大幅折价进行销售。由于这是惟一一个仍然开放的期货市场，所以很多买家介入，导致在几分钟内，价格上升10%，相当于道·琼斯点数上升了120点。当众多交易商和专家经纪人看到购买力重新回到蓝筹股后，纽约股市价格开市上升，股市最恐慌的日子过去了。

股市发生大衰退的原因

导致这次大衰退的不是某个单一的重大事件，比如宣布战争、恐怖行动、暗杀或者破产。但是各种危险因素早就困扰着活跃的美国股市：国际货币市场美元贬值导致利率突升、程序化交易，资产组合保险。资产组合保险是伴随着股指期货市场的快速成长而产生的，而股指期货市场也不过有6年的历史。

汇率政策

1987年10月股市大衰退前利率水平上升的根源在于美国和其他“七国集团”国家(日本、英国、德国、法国、意大利和加拿大)试图阻止国际货币市场上美元贬值的行为。20世纪80年代中期，在日本和欧洲各国大规模投资于美国以及美国经济快速增长的大环境下，美元价值升到了一个前所未有的水平。外国投资者的投资热情

1 James Stewart and Daniel Hertzberg, “How the Stock Market Almost Disintegrated a Day After the Crash,” *Wall Street Journal*, November 20, 1987, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立在美国经济的乐观前景和美元利率比较高的基础之上，而这种好的投资环境很大程度上是由美国创纪录的高财政赤字创造的。到了 1985 年 2 月，美元已经过分高估，而且美国出口产品在国际市场上已经变得十分没有竞争力，贸易条件严重恶化。

中央银行开始时还在为高估的美元汇率逐渐下降而暗自庆幸，但随着美元持续贬值和贸易逆差增加，他们开始担心起来。1987 年 2 月各国财政部长相聚巴黎，讨论如何支持美元汇率。外国中央银行担心如果美元变得太便宜会影响他们向美国的出口，在美元高估时，他们的出口一直稳步增长。

美联储极不情愿地参与到这次稳定美元汇率的计划中来。这一计划主要依靠两个方法：一是改善恶化的贸易逆差，二是美联储提高利率。遗憾的是在稳定汇率政策开始实施后，贸易逆差不但没有改善，反而持续恶化。交易商对于持续恶化的贸易逆差越来越感到担忧，要想持有美元资产，他们只有寄希望于高利率水平。芝加哥商业交易所主席 Leo Melamed 在被问及黑色星期一的根源时，说道：“导致股市大衰退的根源在于世界各国的货币政策。”[2]

最初，股票市场忽视了不断上涨的利率带来的负面影响。美国股市和世界上大多数股票市场一样，呈现出繁荣景象。1987 年 8 月 22 日，道·琼斯工业指数从年初的 1933 点上升到 2725 点，超过了 5 年前的低点也就是 1982 年 8 月指数点数的 250%。英国股市在这 5 年也稳步上升了 164%；瑞士上升 209%；德国上升 217%；日本上升 288%；意大利上升 421%。

然而，债券利率水平的不断上升和美元的高估最终给股票市场带来了麻烦。长期政府债券利率 1987 年初为 7%，而 9 月份就达到了 9%并且还在上升。随着利率的上升，股息率开始下降，到 8 月份达到了战后低水平——2.69%。债券和股票实际收益率之间的差距达到战后新高。到 10 月 19 日，虽然通货膨胀率完全在美联储的控制范围内，长期政府债券利率依然达到了 10.47%。股票收益率和股息收益率与债券实际收益率之间差距的进一步扩大把股票市场推向了大衰退的边缘。

2 Martin Mayer, *Markets* (New York: W. W. Norton, 1988), p. 62.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市大衰退和期货市场

我们不能夸大标准普尔 500 指数期货市场对股市大衰退的影响。有了股指期货市场以后，新兴技术——投资组合保险也随之被引入投资组合管理。

单从字面上看，投资组合保险与止损交易指令没有太大的区别。如果某投资者购买了一只股票，不希望受到损失(或者说当损失已经发生时，把损失控制在一定范围内)，该投资者可以发出一个止损卖出交易指令，限定一个止损价格(低于当前市场价格)，当股票价格降到止损价格或者止损价格以下时，立即执行卖出指令。

但是，止损交易指令并不能保证投资者一定能够解套。如果股价降到了止损价格以下，止损交易指令就变成了一个市价交易指令，也就说在下一个最优价格执行卖出交易指令。如果股价进一步下滑，就意味着股票执行价格将远远低于投资者所希望的价格。如果有很多投资者的止损价格比较接近，股价的下降会导致大量的抛售，就可能引起恐慌，造成市场混乱。

投资组合保险人把股指期货卖给具有大额投资组合的投资者，以确保投资者在市场价格下降时能够不受影响。从表面上来看，标准普尔 500 股指期货价格不会发生大幅下降的情况，世界上最大资本市场——美国资本市场也不会发生没有买家的情况。

不过，1987 年 10 月 19 日，股指期货市场却的的确确发生了大衰退。10 月 12 日的那个星期，股指价下降 10%，市场上卖出指令泛滥。交易商和基金经理使用了投资组合保险策略，卖出股指期货，挽救客户的利润。股指期货价格暴跌。那时，的确没有买家，市场丧失了流动性。

为什么世界上最大公司的股票也会没有人买？曾经一度认为不可能的事情，现在变成了现实。投资组合保险人受到了重创，因为股指期货价格远远低于纽约股票交易所股票价格，所以投资者彻底停止购买纽约股票交易所股票。

股市大衰退后，投资组合保险大规模收缩。事实表明，投资组合保险根本就算不上是一个保险方案，因为市场的连续性和流动性是不能确保的。不过，还有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个投资组合保险的替代品：股指期货。自从 20 世纪 80 年代引入股指期货市场以后，如果投资者想要规避股价下降的风险，就可以直接购买一个卖出期权。有了卖出期权，投资者根本不用担心股价下降或者不能解套，因为期权合约中的股票卖出价是事先早就确定好了的。

投资组合保险只是导致股市大衰退的一个小因素。但投资组合保险和它的"前身"——止损交易指令的确助长了股价的下滑。所有这些保险方案都根源于一个基本的交易原则：增加利润、缩减损失。在股价下降时，无论是实施止损交易指令、股指期货还是一般的卖出指令，都会导致市场发生明显的变化。

市场流动性的中断

股市大衰退带来的重大影响之一就是芝加哥商业交易所(标准普尔 500 指数交易地)和纽约股票交易所颁布实施了新的交易规则，当价格变化超过一定限度后，便限制或者中止交易。为了避免投机交易可能造成的市场混乱，纽约股票交易所规则第 80 条第一款规定：当道·琼斯工业平均指数变化超过 2%时，禁止在芝加哥期货市场和纽约股票交易市场之间进行套利活动。

还有一些更为严格的规则，那就是在市场价格变化非常大的时候，立即限制或者停止期货市场和纽约股票交易所的交易。当标准普尔 500 指数期货下降 5%时，中止交易 10 分钟。如果道·琼斯指数在下午两点前下降 10%，纽约股票交易中止交易 1 个小时。[3] 如果下降 20%，中止两个小时，下降 30%，纽约股票交易所关闭一天。[4] 纽约股票交易所关闭时，期货交易将会中止。[5]

3 如果下降发生在 2：00~2：30，中止半个小时。发生在 2：30 以后，不中止。

4 这些变化的比重要转化为道琼斯工业指数的点数，每个季度调整一次。

5 这里所说的限度是 1998 年新设立的。以前，纽约股票交易所的规定是：在道·琼斯指数下降 350 点时，关闭半个小时，下降 550 点时，全天关闭。1997 年 10 月 27 日，道·琼斯指数下降 554 点，这两个限度都达到了。纽约股票交易所按照规定关闭了一天，交易所的关闭受到了强烈的批评。于是交易所扩大了限度，以使交易所不轻易关闭。交易所从来没有突破过新的限度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些规则是基于以下基本原理：停止交易可以给投资者提供更多的思考时间，以使他们能够重新判断股市行情，根据快速变化的股价制定投资策略。股市中断的这段时间可以把买家重新带回股市，也可以帮助造市商创造市场的流动性。

这些规则受到了一些批评，批评认为：它们增加了股市的波动性。受这些规则的约束，短期交易商会减少买入，因为如果股市在不久的将来再次关闭的话，交易商将被禁止卖出股票。在一些情况下，如果交易商减少股票买入，将会加速股价下降，从而增加短期的波动性。[6]

不仅如此，对于股市流动性的限制，还有更为严重的影响。很多投资者只有在能够很快进出市场的情况下，才愿意购买股票。所以对于市场流动性的限制会降低这些市场的吸引力，从而降低市场价格。从美国政府债券市场的表现，我们很容易看出市场流动性对于证券价格的影响力，最近发行的债券(即临时债券，具有很高的流动性)的价格就比不具有如此高流动性的债券的价格高。

市场波动的特性

虽然大多数投资者不喜欢市场波动，但我们不得不承认市场波动是股票产生高额回报率的重要原因。风险和波动性是产生高额利润的本质原因：如果除了安安稳稳的投资回报率之外，还想赚得更多，就必须承担可能赚得更少的可能性。

很多投资者厌恶股票市场的波动性，也有很多投资者喜欢波动性。时刻监控股市行情可以让投资者尽快知道自己的决策是否正确，这不仅关系到盈利与否，还关系到投资者在做决策时的自信程度。对于大多数人来说，股票市场的确是一个世界上最大的赌场。

6 1997年10月27日，该规则受到严重抨击。在指数下降达到350点，股市停市半小时并且重新开市后，交易商纷纷抛售股票，导致在短短的几分钟内，股市下降很快达到了550点的限度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，能够在任何时刻都知道自己的身价也容易引起投资者的紧张。很多投资者不喜欢金融市场的即时报价系统。因此有一些股票投资者转入房地产投资，这类投资不可能天天报价。他们认为不知道当前价格可以使投资风险看起来小一些。正如凯恩斯 50 多年前在剑桥大学捐赠委员会谈到投资观点时说道：

> 有一些投资者在购买没有报价和不能上市交易的房地产时一点都不担心，但当他们想要卖出该资产，收回现金时，往往会心急如焚。没有及时报价并不等于投资就是安全的。[7]

股票波动的历史趋势

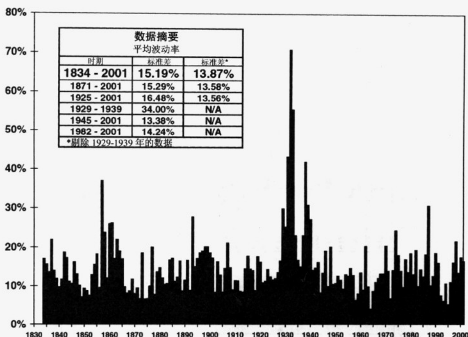
图 16-2 描述了从 1834 年到现在，股票月收益率的波动性（以标准差来衡量）。从图中，我们发现股价的波动基本上没有一个统一的趋势。我们可以看出股市波动最大的时期是大萧条时期，股市波动最大的年份是 1932 年。1932 年的年波动率超过 65%，高出 1964 年 17 倍（1964 年是波动最小的年份）。自大萧条以后，波动最大的年份是 1987 年，但 20 世纪 90 年代中期市场波动却接近最低水平。在过去的 165 年里，除去 1929-1939 年这段时期，市场的平均波动稳定保持在 14%左右。

不过，2000 年和 2001 年市场波动性有所增强。原因主要在于高科技部门的波动性比较高，而从 2000 年开始，高科技部门成为市场的一大重要组成部分，再加上 2001 年的恐怖袭击，更是加强了市场波动。考虑到这些特殊情况，我们认为以后几年市场波动很可能会下降到平均水平。

---

7 摘自“Memo for the Estates Committee, King's College, Cambridge, May 8, 1938,” in Charles D. Ellis (ed.), *Classics* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989), p. 79。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据摘要
平均波动率

时期	标准差	标准差*
1834 - 2001	15.19%	13.87%
1871 - 2001	15.29%	13.58%
1925 - 2001	16.48%	13.56%
1929 - 1939	34.00%	N/A
1945 - 2001	13.38%	N/A
1982 - 2001	14.24%	N/A

*剔除 1929-1939 年的数据

图 16-2 股票收益率的年波动率（按年计算的月收益率标准差），1834-2001 年

图 16-3A 可以进一步证实这一趋势。该图反应了从 1896 年开始，道·琼斯工业平均指数每年日平均变化的百分比。20 世纪初期道·琼斯指数波动性下降的原因在于道·琼斯指数成份股数量从 12 只增加到 20 只，随后又在 1928 年增加到 30 只。过去 100 年道·琼斯指数日平均变化率为 0.73%，略低于 1%的 3/4，自 1930 年以来，只有 1974、1987 和 2000 年三年日平均变化超过 1%。[8]

图 16-3B 描述了每年当中，道·琼斯指数变化超过 1%的交易日占总交易日的比重。整体而言，在过去这段时期，平均有 23%的交易日变化超过 1%，或者说每周有一天超过 1%。但分开来看，范围从最低的 1964 年的 1.2%到最高的 1932

8 2001 年日平均变率为 0.9934%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的 67.6%不等。在 1932 年，道・琼斯平均 3 个交易日就有两天变化超过 1%。

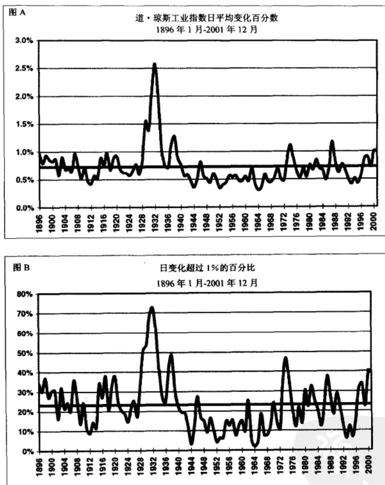


图 16-3 道・琼斯工业平均指数的日风险

大多数高市场波动率的情况出现在市场下滑时。在衰退时期，日回报率的标准差比扩张时期高出 25%。至于为什么衰退时期市场波动比较强，有两个原因。首先，正如第 12 章讲到的那样，股价的下降常常预示着经济衰退的到来，从而使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者产生危机感。第二，如果股价的下降是由于预期公司收益率下降，投资者将会更加倾向于投资债券等固定收益率证券。因为债券持有者对于公司资产具有第一位的求偿权，当公司收益率降低时，出现严重财务危机或者破产的可能性增大。这将导致公司股价波动性增强。

如果市场认为公司价值等于或者低于公司债务价值(债权人为债券持有者或者银行)，股价波动将会非常大。因为股东只有在公司价值高于债务价值时才具有求偿权，所以陷入财务危机的公司的股票价值就与价外(协定价格高于目前市场价格)看涨期权的价值非常类似，只有在公司业绩转好时，该股票才有价值，否则该股票则一文不值。

VIX：波动率指数

计算股价的历史波动水平是非常简单的，重要的是怎样衡量投资者对市场未来波动水平的预期。之所以这么说是因为，预期波动水平是反映市场忧虑水平的一个信号，高忧虑水平往往标志着股价的转折点。

通过考察主要股指卖出和买入期权的价格，可以判断市场内在的波动水平，称为内在波动性。[9]1993 年，芝加哥期权交易所引入了一种波动率指数，称为 VIX，该指数建立在实际股指期权价格基础之上，该指数从 20 世纪 80 年代中期开始计算。[10] 图 16-4 描述的是从 1986 年开始 VIX 指数的周平均变化情况。

在短期，VIX 和股票市场价格水平之间存在很强的负相关关系。当股价下降时，VIX 价格上升，因为投资者为了规避股价下降的风险，减少损失，愿意为 VIX 支付更多的钱。相反，当股价上升时，VIX 价格一般来说会下降，因为投资者不

9 通过 Black-Scholes 期权定价模型可以计算出波动率。参见第 15 章。

10 VIX 是 8 种卖出和买入股指期权价格波动率的平均值。在计算平均值时，都调整为 30 天到期的股指期权，计算当前市场水平下的协定价格的波动率。这些期权建立在 OEX 指数基础之上，OEX 指数是指标准普尔 100 指数(标准普尔 500 指数成份股中最大 100 支股票构成的指数)。OEX 期权非常活跃，流动性很强，与标准普尔 500 指数之间具有很高的相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是很担心他们的股票会赔钱。

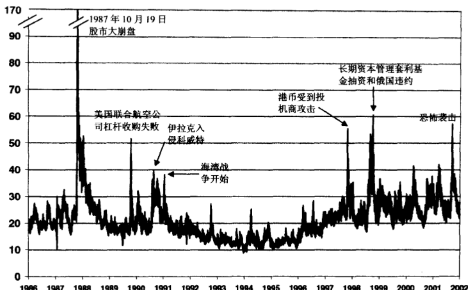


图 16-4 VIX：波动率指数

这种关系看起来似乎不太合乎情理，因为按理来说，市场价格越高，投资者越应该寻求保护。那么我们应该怎样看待 VIX 与股票价格之间的这种关系呢？有一种解释是：历史数据表明，股价在熊市的波动要大于在牛市的波动，所以股价下降会导致 VIX 价格上升。但是还有一个更有说服力的观点认为：投资者反映在 VIX 的忧虑会引起股价的变化，而反映在股价上的忧虑不会影响 VIX 的价格。这恰恰与第一种解释相矛盾。随着不确定性的增加，投资者对股票收益中风险溢价的要求提高，促使股价下降。当投资者对股票收益率比较有信心时，股价就会上升。

当投资者普遍对市场前景感到忧虑时，VIX 价格就比较高，而当大多数人对目前的状况感到比较满意时 VIX 价格就会比较低。从图 16-4 中，很容易看出来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VIX 的峰值对应着不确定性非常大、股价非常低的时期。1987 年 10 月 19 日股市大崩盘之后的星期二 VIX 达到最高值 172 点，使其他“高点”都“黯然失色”。

20 世纪 90 年代早期和中期，VIX 在 10~20 点之间波动。1997 年亚洲金融危机开始后，VIX 上升到 20~30 点之间。在过去的十多年中，VIX 有三次达到了 50~60 的高点，他们分别是：1987 年 10 月港元受挫，道·琼斯指数下降 550 点；1998 年 8 月，长期资本管理陷入财政危机；2001 年 9 月 11 日恐怖袭击事件。

所有这些高点对投资者来说都是绝佳的购买机会。如果 VIX 持续走低，说明投资者对目前的市场状况非常满意。最近几年当中，VIX 常常在夏天时下降，随后再上升。2000 年 8 月股价波动非常小，而随后却出现了 2000~2001 年度的大熊市。正如第 19 章中将要提到的那样，VIX 的峰值常常与投资者对市场行情的极度悲观相对应。

近些年来，当 VIX 达到高点时买进股票，在低点时卖出股票被证明是非常有利可图的。然后，在低点时买进，在高点时卖出同样可以赢得利润。但问题在于多高才算高，多低才算低？比如说，1987 年 10 月 16 日(周五)，VIX 达到 40 点，这已经是比较高的点数了，如果投资者禁不住诱惑买入股票，这将带来巨大损失，因为我们都知道，接下来的星期一股市发生大崩盘。

股价重大变化日的分布状况

13 章提到，从 1885 年到现在，共有 126 天道·琼斯工业平均指数的变化等于或超过 5%：其中有 59 天上升，67 天下降。而这 126 天中有 76 天，或者说将近 2/3 发生在 1929~1933 年之间。到目前为止，就日变化量而言，波动最大的年份是 1932 年，当年有 35 天道·琼斯指数变化超过 5%。日变化超过 5%的交易日之间间隔时间最长的是 1987 年 10 月 19 日股市大崩盘之前的那个时期，在 1987 年 10 月 19 日之前，持续 17 年没有发生日变化超过 5%的变化。

图 16-5 描述了重大变化日发生的频率。从图中可以看出重大变化发生在周一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的频率比其他工作日略高，周二发生的频率最低。周一下降次数最多，周三上升次数最多。

在人们的印象中，10 月份是股市波动率最高的月份。人们的这种印象一点都没有错。这不仅因为 126 个重大变化日中有 30 个发生在 10 月份，而且还因为 10 月份见证了历史上两个最大的股市衰退。在图中，我们还发现了一个非常有趣的现象：所有变化日中几乎有 2/3 发生在每年的最后 4 个月。第 18 章将对股价变化的季节性规律进行说明。

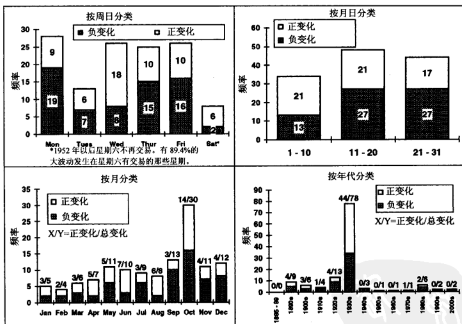


图 16-5 幅度超过 5%的道·琼斯变化情况分布状况，1885-2001 年

重大市场变化中最令人感到意外的事情发生在股市大衰退时期。从 1929 年 9 月 3 日到 1932 年 7 月 9 日，道·琼斯工业指数下降了 89%。在这段时间有 37 天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道·琼斯指数的变化等于或超过 5%，这些都不足为奇，最令人感到不可思议的是，这 37 天当中居然有 21 天股价是上升的。

这 21 次明显的股市回升大多是由于投机商“空头补进”造成的。一些投机商认为股价将一路下滑下去，所以大量抛售股票。而一旦市场有所回升，他们必须买回股票或者说轧平头寸。这样便造成股价大幅上升。股价一直在下降（或者上升）而突然大幅上升（或者下降）的情况时有发生。在牛市时，有一句对市场变化规律的描述非常确切：“顺着楼梯上升，坐着电梯下降。”那些能够敏锐感觉到市场走势的职业炒股人士一但感觉市场将发生变化，他们会立即“逃出”，而这就苦了大多数想从金融市场大趋势中赚钱的一般投资者。

市场波动的经济学原理

许多人抱怨市场对于新闻事件的反应过于敏感。但是新闻事件对股市的影响究竟多大才算合适很难确定，因为没有人能够准确量化某一事件对股市的影响。所以很多交易商常常“随波逐流”，试图猜测其他交易商对新闻事件的反应。

半个多世纪以前，凯恩斯就指出了那些不愿意从众而试图通过经济学原理来评估股票价值的投资商所面临的问题：

> 长线投资的收益率很难预测。想通过长线投资赢利的投资者必须付出更多的精力、冒更大的风险。和那些猜测其他投资者行为的从众投资者相比，在同样的智力水平下，不从众的投资者会可能会犯更大错误。[11]

1981 年耶鲁大学的 Robert Shiller 研究出一种方法来判断股票投资者是否对股利和利率（股利和利率是决定股票价值的两个主要因素）的变化反应过度。[12] 通

11 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Harcourt,Brace, & World, 1965, First Harbinger Edition), p. 157.

12 参见Robert Shiller, *Market Volatility* (Cambridge, MA: MIT Press, 1989)。其中分析市场过度波动的文章“Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” *American Economic Review* 71(1981):421–435。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过统计的历史数据，他计算出按照现实的红利和利率水平，标准普尔500指数应该的点数。计算方法正如第6章讲到的那样，把未来现金流折现加总，就得到股票当前价值。

通过计算，他发现股价的变化远远超出股利和利率能够解释的范围。股价表现出对股利变化的反应过度，投资者没有意识到大多数对股利增长总趋势的偏离都只是暂时的。换句话说，投资者在萧条时期对股票进行股价时，可能会预期股利将进一步下降，而实际状况并非如此。

"经济周期"中周期的意思是指经济的高潮之后会出现低谷，低谷之后又会出现高潮。由于收益和利润同样遵循这种周期性规律，所以它们同样是按照高潮、低谷、再高潮、再低谷的规律变化。从长期来看，收益和利润趋于平均值。由于股票价格是未来无限期股利的现值之和，所以在萧条时期，股利(或收益)暂时的下降对股票价格只有非常小的影响。

当股价大幅下降时，投资者想到的往往是那些最糟糕的情形。但1932年5月6日，当股价从1929年的高点下降了85%的时候，Dean Witte却对他的员工说道：

> 对于未来股市走向，现在有两种观点，一种观点认为股市将更加混乱，另一种观点认股市将回升。前一中观点是非常愚蠢的。如果继续混乱下去的话，任何东西都将失去价值：无论是债券、股票、还是银行存款或者黄金。房地产同样会一文不值，因为产权将会变得不安全。而这些情况是不可能发生的，所以我们的决策只能建立在后一种观点而不能建立在前一种观点基础之上。我们现在看到的大萧条可能是最严重的一次，但决不是第一次。正如过去发生萧条后股市会自我纠正、逐步恢复到正常水平一样，这种情况在这次大萧条时同样会发生。惟一的不确定性在于发生的时间……最后，我想强调的是，正如1929年的股价显得非常高一样，过几年后，现在的价格将会显得非常低。[13]

13 Dean Witter备忘录，1932年5月6日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个月以后，股价达到了历史最低点，不过很快便强劲回升。现在回想起来，Dean Witter 所说的那些话很有远见，对于股价出现暂时混乱后的对策，他给了我们一个很好的启示。不过，遗憾的是，在 Dean Witter 说这些话的时候，很多投资者对股票非常没有信心，以至于他们对这些话置若罔闻。19 章将讨论为什么投资者常常对短期事件的反应过于敏感，而不能够从长期趋势上来把握市场状况。

股市大衰退后记

虽然 1987 年 10 月(经常和 1929 年的股市大衰退并提)的股市大衰退曾经轰动一时，但它给世界经济和金融市场带来的持续影响却非常小。因为 1987 年的股市衰退并没有给以后的股价和经济活动造成进一步的负面影响。所以这次股市衰退远没有 1929 年的衰退那么臭名昭著。不过我们从中吸取的教训可能更重要，那就是：国家要健全经济安全保障措施。比如说美联储确保经济保持流动性、维持金融市场正常运转的快速反应行动可以防止发生诸如 1929~1932 年那样的大萧条。

当然，这并不表明市场可以避免剧烈波动。由于未来总是不确定的，所以心理因素总会影响经济活动。正如凯恩斯 60 年前在其《通论》提到的那样：“我们用来估计期望回报率的很多信息是很不确定的。”[14] 突发事件会严重影响我们的估计结果，这就导致了自由市场的价格波动常常比较大。不过市场波动并不是对所有人来说都是坏事，从历史上来看，在大多数投资者恐慌抛售时进入市场、买入股票的投资者往往可以获得市场波动带来的利润。

14 Keynes (1965), p. 149.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章

技术分析和趋势投资

很多对技术分析持怀疑态度的人把整个方法(观察走势图)贬低为像占星术或者巫术一样的东西，而不予考虑；但在华尔街走势图受到绝对的重视，所以还是应该比较认真地研究一下。

——本杰明·格雷厄姆，1934[1]

技术分析的特点

缺口、三角型整理形态、碟型形态、头肩形态、随机线、移动平均缩放线、K 线……这些都是技术分析师常常用到的专业术语。技术分析师是指那些通过过去的价格趋势来预测未来收益的投资分析师。在投资分析中，技术分析受到的批评最多，然而其所拥有的忠实支持者也是最多。过去，技术分析常常受到传统经济学家的鄙视，认为其和占星术一样没有用处。近年来，技术分析取得了非常大的进步，人们对其的看法也大有改观。

技术分析师(有时也被称为证券行情图分析)是与基本面分析师相对应的，基

1 Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* （New York: McGraw-Hill, 1934）, p. 618.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本面分析师主要指那些利用股利、收益、账面价值等因素来预测股票回报率的分析师。而技术分析师则不考虑这些因素，他们认为事实上所有有用的信息都反应在过去的价格形态上。这些价格形态的形成是市场心理发生变化或者那些消息灵通的交易商囤积抛售股票的结果。技术分析师认为，如果投资者能够弄清这些价格形态形成的原因，就可以分享那些对股市走势更为了解的信息灵通人士的利润。

技术分析鼻祖——查尔斯·道

第一个广为人知的技术分析师是道·琼斯平均指数的创始人——查尔斯·道（Charles Dow）。不过，由于对市场变化的浓厚兴趣，他不仅分析股市图，还创办了《华尔街日报》，20 世纪早期，他常常在社论上发表有关投资策略的文章。查尔斯·道的继任者（William Hamiltom）发扬光大了道的技术分析方法，在 1922 年出版了《股市晴雨表》（The StockMarket Barometer）。10 年后，Charles Rhea 总结了道的投资理论，出版了《道氏理论》（DowTheory）一书。

查尔斯·道把股价的涨跌比作大海的波涛。他认为股价的波动和大海的潮汐一样，都是由一个初始波浪促成随后的总趋势。在初始波浪的推动下，顺着总趋势的方向产生随后的层层波浪以及许许多多小的涟漪。同时，他还指出，通过分析道·琼斯工业平均指数、市场交易量以及道·琼斯铁路（现在称为运输）平均指数走势图，可以确定市场目前所处的趋势。

众所周知，按照道氏理论，投资者在 1929 年股市崩盘前应该退出股市，而在 1987 年股市崩盘前不应该退出股市。著名技术分析师 Martin J. Pring 指出：如果投资者在 1897 年购买道·琼斯工业平均指数成份股，随后按照道氏理论，在每一个信号出现时及时买卖股票，那么如果投资者的初始投资为 100 美元，到 1990 年将增值为 116,508 美元，而如果按照买入并持有策略，到 1990 年只能得到 5,682

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元（计算中没有考虑股利再投资收益）。[2] 但事实上，要证明利润来自于遵循道氏理论所进行的交易非常困难，因为买卖信号并不能通过精确的数字来判断，而纯粹是一种主观行为。

股价的随机性

尽管道氏理论已经不如以前那样得到广泛认可，但不可否认的是技术分析仍然是一种非常好的股票分析方法。技术分析的根本目的是确定市场大趋势，驾驭牛市，避免熊市。

证券行情图分析的基本原则是股价变化遵循固定的模式，通过这种模式可以预测股价变化，这一观点受到了大多数经济学家的攻击。在这些理论经济学家的眼中，市场价格变化更多地是遵循随机分布，而不是遵循能够预测出未来收益的某种趋势。

第一个提出股价随机波动观点的是 20 世纪初的经济学家 Frederick MacCauley。1925 年 Frederick MacCauley 在美国统计协会的一个晚宴上发表了他对股价预测的看法，后来他的观点被刊登在协会的正式期刊上：

> MacCauley 发现股价的波动特点和利用掷骰子就能得到的随机分布曲线惊人地相似。没有人会认为这种单纯的随即分布曲线可以被预测出来。如果股价可以通过变化曲线预测出来的话，那变化曲线一定和随机分布曲线有所区别。[3]

30 多年后，芝加哥大学的教授哈里・罗伯茨（Harry Roberts）模拟勾画出完全因随机事件引起的股价变化的变化曲线。模拟出来的曲线与实际股票价格变化曲线非常相似，曲线具有一定的形状、遵循一定的趋势，而这些形状和趋势正是

2 参见 Martin Pring, *Technical Analysis Explained*, 3d ed. （New York: McGraw-Hill, 1991），p. 31。也可参见 David Glickstein and Rolf Wubbels, "Dow Theory Is Alive and Well!" *Journal of Portfolio Managemen*（April 1983）: 28–32。

3 "Comments made at the Aldine Club in New York on April 17, 1925," *Journal of the American Statistical Association* 20（June 1925）:248.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行情图分析家认为非常重要可以用来预测未来收益的重要依据。不过，由于模拟曲线中当期以后的价格是完全通过随机分布构造出来的，所以从理论上来说，不能利用模拟曲线的形状来预测未来收益。当然这些早期研究也证明了过去股价变化完全是由随机波动造成的。

但是，股价变化的这种随机性是否有经济意义？影响供给和需求的因素并不是随机发生的，而是完全可以预测的。这些因素难道不能使股价发生非随机变化吗？

1965 年麻省理工学院博士保罗·萨谬尔森指出股价的随机变化与供求规律并不矛盾。[4] 事实上，这种随机波动正是在自由竞争的有效市场中投资者充分考虑所有能够影响股价变化的已知因素进而做出反应的结果。这正是有效市场假设的关键。

如果市场是有效的，那么价格只有在市场发生未预期到的变化时才会发生改变。由于未预期到的信息可能是好的也可能是坏的，所以股价的变化将是随机的。行情图中股价之所以呈现出随机分布，原因在于股价上升和下降的可能性是完全随机而且不能预测的。[5]

模拟随机变化的股价

如果股价的确是随机变化的，那么股价的实际行情图就与用电脑模拟出来的随机变化图没有区别。图 17-1 进一步扩展了罗伯茨教授 40 年前进行过的试验。与罗伯茨教授不同，我在模拟过程中，不是仅仅设计了闭市价，而是设计了一天内价格变化情况，模拟出众多报纸和图形出版物上都能看到的非常流行的 K 线图。

4 Paul Samuelson, "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly," *Industrial Management Review* 6（1965）:49.

5 更一般来说，每一个可能的价格变化与该变化发生的可能性的乘机之和为零。这被称为“平赌”，在平赌中，随机分布（价格有 50% 的可能性会上升，有 50% 的可能性会下降）只是一种特殊情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

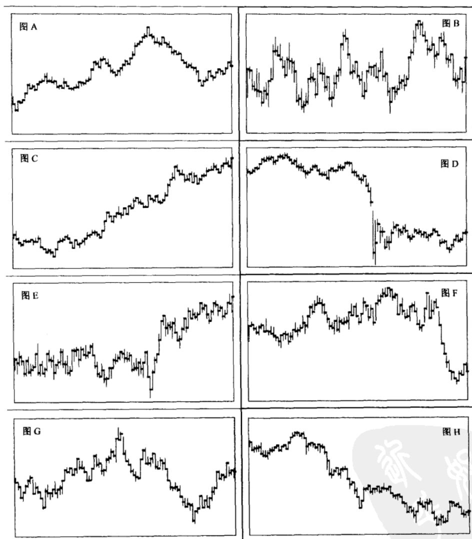


图 17-1 真实和模拟股票指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 17-1 总共包括 8 个行情图，其中有 4 个是计算机利用随机数字生成程序模拟出来的。我们绝对不可能利用这 4 个图来预测股价未来变化趋势，因为在这 4 个图中，股价未来的运动轨迹完全独立于过去的情况。另外四个行情图是从近年来实际道·琼斯工业平均指数数据中选出来的。在阅读下面的内容之前，您不妨先试着找出哪些是实际价格，哪些是电脑模拟出来的价格。

想必您已经发现，要分辨出哪些是实际价格，哪些是模拟价格非常困难。华尔街公司发现要找出真实和模拟数据之间的区别是不可能的。在所有这些图中，只有 1987 年 10 月 19 前后一段时期的股价真实行情图能够被超过 2/3 的经纪人正确辨认出来。而其余的 7 个图，经纪人则无法正确区分出哪个是真的，哪个是假的。事实上，图 17-1 中的 b、d、e 和 h 是真实的，其余 4 个是模拟的。[6]

顺势而为

虽然很多所谓的趋势事实上都是股价完全随机变化的结果，但很多投资者都不会逆他们所确认的趋势行事。在市场择时者中最流行的两句名言是“让趋势成为您的朋友”和“相信时机”。

著名的市场择时者马丁·茨韦格（Martin Zweig）一直以来都在用基本面数据和技术面数据来预测市场趋势，他曾坚定地指出：“无论怎样强调趋势的重要性都不为过，与市场趋势保持一致，不要违背市场基本运动方向非常重要，与趋势作对无疑会带来灾难。”[7]

当某种趋势形成时，技术分析师会划出股价变化的轨道，把股价路径包括在内。轨道包括上限和下限，股票在上限和下限之间的范围内波动。轨道的下限通常被称为**支撑线**，上限称为**阻挡线**。如果股价穿越了轨道的上下限，市场常常会

---

6 图 17-1b 的时间是从 1991 年 2 月 15 日~7 月 1 日，图 17-1e 是从 1992 年 1 月 15 日~6 月 1 日，图 17-1h 是从 1990 年 6 月 15 日~11 月 1 日。

7 Martin Zweig, *Winning on Wall Street* （New York: Warner Books, 1990），p. 121.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生大的波动。

由于很多交易商坚信趋势非常重要，所以顺势而为的做法也就非常流行。在趋势没有被破坏的情况下，交易商会利用股价明显上下来回波动的规律，当价格到达轨道上限时，卖出股票；而当价格到达轨道下限时，买入股票。如果股价穿越了趋势线，很多交易商将会进行反向操作，当股价超过上限时，买入股票；而当股价低于下限时，卖出股票。交易商的这一行为通常会加快股价变化的速度，增加趋势的影响力。

顺势而为者的期权交易进一步说明了择时交易的重要性。当股价在轨道范围内变化时，交易商将会卖出以下限和上限为执行价格的看跌和看涨期权。只要股价不超出轨道，这些期权到期时就一文不值，而这些投机交易商就可以赚取期权费。

而一旦股价突破了轨道范围，期权卖方将会面临巨大的风险。我们知道，期权卖方承担着巨大的潜在义务(如果他们没有持有标的股票)，这一义务可能是他们在卖出期权时所赚取的期权费的好多倍。当股价的变化显示出期权卖出将会遭受无限的损失时，他们将会“疯狂补进”，或者买回期权，这将会加速股价的变化。

移动平均线

要想进行成功的技术分析交易，不仅要能够判断趋势，更重要的还在于要能够判断出趋势什么时候发生逆转。现在人们广泛使用的用来判断趋势反转时机的方法就是研究股票当前价格和过去移动平均价格之间的关系，这一技术至少可以追溯到20世纪30年代。[8]

8 参见 William Brock, Josef Lakonishok, and Blake LeBaron, “Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns,” *Journal of Finance* 47（5）（December 1992）:1731–1764。第一次比较正式地对移动平均进行分析的著作是 H. M. Gartley, *Profits in the Stock Market* （New York: H. M. Gartley, 1930）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移动平均线非常简单，它就是某支股票或者指数过去某些给定天数交易日收盘价的算术平均值。例如，一个 200 天的移动平均就是过去 200 个收盘价的算术平均值。在计算移动平均值时，始终采取最近的一定天数的收盘价数据，随着交易日更迭，逐日向前推进。

移动平均值的变化要远远小于股票日价的变化。当股价上升时，移动平均值低于当前市价，技术分析师称这一移动平均值为支撑线，当股价下降时，移动平均值高于当前市价，为阻挡线。技术分析师认为移动平均线有助于投资者排除日市场波动的干扰，从而判断出价格变化的基本趋势。收市价穿越移动平均线预示着趋势将会发生反转。

使用最广泛的移动平均线是 200 日移动平均线。在很多报纸和投资杂志上都能见到把这一移动平均线作为投资趋势的主要判断依据。移动平均线的早期支持者之一威廉· 戈登曾指出：在 1897 年至 1967 年之间，在道·琼斯指数超出移动平均线时购买股票带来的收益比道·琼斯指数低于移动平均线时购买股票带来的收益高出将近 7 倍。[9] 罗伯特·科尔比和托马斯· 梅耶斯指出对于美国而言，最适合的移动平均线是 45 周移动平均线，时间比 200 日移动平均线略多一些。[10]

道·琼斯移动平均线投资策略效果检验

为了检验 200 日移动平均线投资策略，我考察了从 1885 年至今的道·琼斯工业平均指数的日记录。和以前对移动平均策略的研究不同，持有期收益不仅包括股息按照移动平均策略指示的时机进行再投资的收益，还包括不投资于股票市场所获得的利息。[11]

在检验买入-卖出策略时，我采用以下原则：一旦道·琼斯指数闭市时比 200

9 William Gordon, *The Stock Market Indicators* （Palisades, NJ: Investors Press, 1968）.

10 Robert W. Colby and Thomas A. Meyers, *The Encyclopedia of Technical Market Indicators* （Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1988）.

11 正如第 1 章所述，股利收益是通过以前的股利收益数据估计出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日移动平均值高出 1%以上，就以闭市价买入股票。而一旦道·琼斯指数闭市时低出 200 日移动平均值 1%以上，就以闭市价卖出股票。卖出所得用于购买国库券，获得利息收入。

这一战略有两个值得注意的地方。第一，使用 1%波幅的目的在于减少投资者进出市场的次数。如果投资者在使用 200 日移动平均线时，没有一个幅度的限制，常常会两面受损，也就是说投资者为了紧随市场变化趋势，而频繁买入、卖出股票。由于交易成本的存在，投资者的这种频繁交易会大幅度地降低收益率。

第二，该策略假定投资者以闭市价买入或者卖出股票，而不是当天其他时候的股价。仅仅计算了最近几年平均值的确切日内水平。使用历史数据不可能判断出股价在当天穿越了 200 日移动平均线，但闭市时却没有发出信号的时间。通过明确平均值闭市时是高于还是低于信号，本书作者提出了一种可实际运用的理论。[12]

图 17-2 描述了挑选出来的两个时期：1924-1936 年以及 1982-2001 年之间道·琼斯工业平均指数日线以及 200 日移动平均线。阴影部分是投资者应该退出股市的时间，其它时间投资者都应该完全投资于股票。

在道·琼斯指数整整 117 年的历史上，200 日移动平均线策略在 20 世纪 20 年代的繁荣时期和 30 年代的衰退时期取得了巨大的成功。按照上面所列的这些标准，1924 年 6 月 27 日，当道·琼斯指数达到 95.33 点时，投资者应该买入股票，因为随后除了两个比较小的中断之外，道·琼斯指数一路攀升，在 1929 年 9 月 3 日达到了牛市最高点 381.17 点。而 1929 年 10 月 19 日，在道·琼斯指数达到 323.87 点时，投资者应该卖出股票，因为 10 天后，股市发生了大崩盘。除了 1930 年的一小段时间之外，在历史上最大的熊市这段时期，按照这一策略，投资者应该始终置身“市”外。1932 年 8 月 6 日，当道·琼斯指数仅比大衰退之后的低点高出 25 点，达到 66.56 点时，投资者最终应该重新进入股市。

12 历史上，股价平均值的日高和日低水平是通过每支股票当天任意时间都有可能达到的最高或最低价来计算的。这被称为理论日高或理论日低。实际日高应该是股价平均值在当天任意时间可能达到的最高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

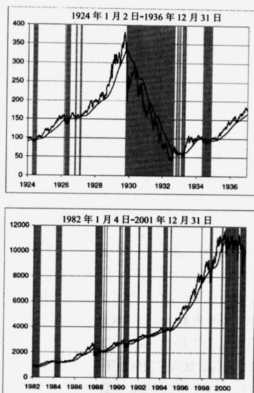


图 17-2 道·琼斯工业平均指数和 200 日移动平均线（阴影部分是应该退出市场的时间）

遵循 200 日移动平均策略的投资者同样应该回避 1987 年 10 月 19 日的股市大崩盘，在 10 月 16 日星期五的时候卖出股票。不过与 1929 年的大衰退不同的是，这次股市衰退没有持续那么长的时间。虽然在 10 月 19 日的时候，股价也曾下降 23%，不过投资者在来年的 6 月份当道·琼斯指数仅低于 10 月 16 日 5 个百分点的时候就可以重新进入股市了。但无论如何，如果遵循 200 移动平均策略的话，投资者要避开 10 月 19 日和 20 日这两个让持股人大受创伤的日子。

表 17-1 对 200 日移动平均择时策略和不择时的"买入并持有"策略进行了比较。从 1985 年到 2001 年 12 月，择时策略的年平均回报率为 10.43%，比"买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并持有"策略的年平均回报率 9.76%略高。正如前所述，择时策略在避免 1929-1932 年间大衰退的损失上取得了巨大的成功。如果剔除这段时间，择时策略的回报率比持有策略低出 0.5 个百分点，尽管择时策略的风险比较持有策略风险低。

更进一步来讲，如果考虑择时策略的交易成本，那么即使把 1929~1932 年间包括在内，择时策略的超额收益也基本上荡然无存了。交易成本包括经纪人佣金、买卖差价，以及当股票卖出时征收的资本利得税，这些交易成本平均下来为 0.5%。表 17-1 的数据很可能低估了交易成本，尤其是那些早期数据。交易成本每增加 0.1%，年复收益率就会降低 29 个基点。

表 17-1 1886 年 1 月~2001 年 12 月择时策略和持有策略年收益率

时期	持有策略		择时策略					
			不考虑交易成本		考虑交易成本		在市时间百分比%	转换次数
	收益率	风险	收益率	风险	收益率	风险		
1886-2001	9.76%	21.8%	10.43%	16.8%	8.89%	17.4%	62.8%	325
子时期								
1886-1925	9.08%	23.7%	9.77%	17.7%	8.11%	18.0%	57.1%	122
1926-1945	6.25%	31.0%	11.10%	21.8%	9.44%	22.7%	62.7%	60
1946-2001	11.53%	16.2%	10.66%	14.2%	9.25%	15.1%	67.7%	143
1990-2001	14.09%	14.3%	7.39%	18.4%	5.21%	19.9%	77.4%	49
剔除 1929-1932 年崩盘时期								
1886-2001	11.51%	20.7%	11.05%	16.6%	9.45%	17.3%	64.1%	309
1926-1945	17.72%	25.9%	15.75%	21.3%	14.24%	22.1%	71.2%	44

虽然把交易成本考虑进去后，择时策略的超额收益便消失了，但不可否认的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点是，择时策略可以降低风险。由于择时者有超过 1/3 的时间不在市场，收益率的标准差降低了大约 1/4。这意味着从风险调整的角度来看，即使把交易成本考虑在内，200 日移动平均策略也还是非常有效。

遗憾的是，择时策略在最近的 14 年受到了严重的打击。从 1987 年开始，“买入并持有”策略除了 1995 和 1996 两年的收益率与择时策略持平之外，其余年份都超过择时策略。2000 年对择时策略而言，尤其是一个严重的打击。这一年道·琼斯指数在 200 日移动平均线附近反复穿梭，致使那些坚信择时策略的投资者频繁进出市场，创下了进行 16 次转换的记录。

每一次转换都会带来交易成本，而且每次转换都是在价格波动超过 1%的范围之后。所以，即使忽略交易成本，择时策略在 2000 年的损失也超过了 28%，而“买入并持有”策略的损失则小于 5%。从 1990 年开始，“买入并持有”策略的年平均回报率为 14.09%，而择时策略的回报率即使不考虑交易成本也仅为 7.39%。

我们还注意到，1990 年到 2001 年这段时期，如果用年收益率来衡量的话，择时策略的风险要比持有策略高出很多。出现这种反常现象的原因是 2000 年择时策略的收益率太低。如果考虑月收益率的话，同一时期择时策略的风险要比持有策略低。

不过在过去的十年，使用择时策略的确避免了一些大熊市带来的损失。采用择时策略的投资者应该在 2001 年 6 月 25 日退出市场，以避免恐怖袭击导致的股价大幅下滑。不过股市在年底时强势回升，使得择时者眼看就可以获得的大额利润基本上都被抵消了。择时策略投资者应该在 2002 年 2 月 3 日当股价仅比 6 个月前退出市场时价格低出 2.3 个百分点的时候重新进入市场。如果股价一直保持在恐怖袭击事件后的低水平，择时者就可能避免超过 20%的价格下降。

纳斯达克移动平均策略

上面我们谈到，基于道·琼斯工业指数的移动平均策略在 1990-2001 年间并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有获得好的回报，但非常奇怪的是基于纳斯达克指数的同样的移动平均策略却取得了巨大的成功。表 17-2 表明从 1972 年开始算起，择时策略的收益率平均每年比持有策略高出 5 个百分点，而从 1990 年开始平均每年高出将近 4 个百分点。择时者再一次在非常低的风险情况下获得了高收益。

表 17-2 1972 年 1 月~2001 年 12 月纳斯达克择时和持有策略年收益率

时期	持有策略		择时策略					
			不考虑交易成本		考虑交易成本		在市时间百分比%	转换次数
	收益率	风险	收益率	风险	收益率	风险		
1972-2001	11.92%	27.2%	16.67%	20.1%	15.20%	20.5%	68.4%	77
1990-2001	13.73%	35.4%	17.52%	29.1%	15.81%	29.2%	72.4%	34

移动平均策略最大的优点在于它使投资者在大牛市时进入市场，而在大熊市时退出市场。这一策略在 1999-2001 年间科技股泡沫时期运作得尤其出色。按照择时策略，投资者应该在 1998 年 11 月 2 日，纳斯达克指数为 1,801 点时进入股市，在 2000 年 3 月 10 日，达到 5,049 点的峰值时退出股市。在进出市场几个来回后，择时者应该选择在 2000 年 9 月 11 日当纳斯达克指数为 3,896 点时退出股市，然后一直坚持到 2001 年 12 月 5 日，纳斯达克指数降为 2,046 点，比 2000 年 9 月 11 日低出将近 50%。在这 15 个月中置身“市”外，可以使纳斯达克市场上的择时策略投资者避开自 1929-1932 年股市大衰退之后最大的熊市。

收益和损失的分布

毫无疑问，即使考虑交易成本，200 日移动平均策略也还是让投资者避免了大的损失，但同时，这一策略也不可避免地让投资者遭受了一些小的失败。图 17-3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较了从 1886 年到 2001 年间，道·琼斯择时策略和持有策略年度损益分布的不同情况。如前所述，择时策略投资者参与了大部分可以获利的时期而避免了大部分导致损失的时期，不过也遭受了一些小的损失。这些损失一般出现在市场变化没有完全遵循某种趋势的时候。虽然有 1%的区间限制可以降低投资者进出市场的频率，但是在市场趋势不明显的时候，我们发现投资者总是在不断地进入市场，又不断地退出市场，这带来了很大的交易成本和交易损失，就像 2000 年那样。

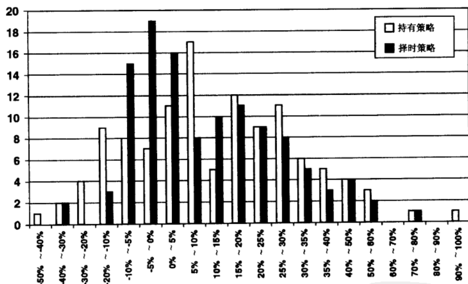


图 17-3 道·琼斯工业平均指数择时策略与持有策略年收益与损失之比较

图 17-3 所示的损益分布与购买股指看跌期权的“买入并持有”策略投资者的损益分布非常相似。正如 15 章所述，购买股指看跌期权相当于购买保险，但是投资者必须不断支付期权费。同样，在运用择时策略避免大的损失的同时，要不断进出市场，这就带来很多数量的小的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论

技术分析的支持者认为技术分析可以帮助投资者确定市场的主要趋势以及市场趋势什么时候发生逆转。目前，关于是否存在这种趋势以及这些所谓的趋势是否仅仅是股价随机变化的结果仍然存在着很大争论。

Burton Malkiel 极力反对技术分析。在他的畅销书《漫步华尔街》中，他这样说道：

> 我们使用美国两个主要的交易所自 19 世纪初以来的股价数据来彻底验证技术分析原则，最终得到的结果是股价过去的变化方式并不能用来预测未来走向。股票市场没有记性。趋势图的核心理念完全错误。遵循这一理念的投资者除了不断增加支付给经纪人的佣金费用之外，什么都得不到。[13]

这种批评曾经一度受到几乎所有理论经济学家的支持，不过现在这种批评越来越站不住脚了。近年来，计量经济学的研究表明像 200 日移动平均线这种简单的交易原则可以提高收益率。[14]

虽然学术争论仍在继续，但技术分析和顺势而为在华尔街的确吸引了很多追随者和聪明的投资者。本章的分析对于在交易成本不是很高的情况下，基于移动平均线的择时策略给予了一定程度的肯定。不过，运用择时策略时，必须紧紧盯住市场。1987 年 10 月，道·琼斯指数在星期五降到 200 日移动平均线以下，发出一个卖出信号，如果投资者未能抓住时机，在星期五中午之前通知经纪人卖出股票，将会遭受黑色星期一股价噩梦般地下降 22%的损失。

而且，正如我在这本书中多次提到的那样，投资者根据过去经验采取的行为会改变未来收益率。也正如本杰明·格雷厄姆 60 年前所说：

---

13 Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* （New York:W.W. Norton,1990）,P. 133.

14 William Brock，Josef Lakonishok和 Blake LeBaron "Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns," *Journal of Finance* 47(5)（December 1992):1731-1764; Andrew Lo, Harry Mamaysky, and Jiang Wang, "Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation, *Journal of Finance* 55（2000）:1705-1765.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们只要稍微想一下，就知道在人类的控制之下不可能对经济状况作出所谓的科学预测。因为这种预测的“可靠性”而采取的行动，正好会让它变得无效。因此，资深的行情图分析家也不得不承认持续成功的秘决只能在于让少数人掌控成功的方法。[15]



15 Graham and Dodd （1934），p. 619.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章

日历异常

10 份对股票投机商来说是非常危险的月份。其他比较危险的月份是 7 月、9 月、4 月、11 月、3 月、6 月、12 月、8 月和 2 月。

——马克·吐温

字典中对“异常”的定义是：与正常期望不一致。还有什么比仅仅通过某年中的某日、某星期或某月来预测股价就想击败大盘更异常的呢？但事实上您可以做到这一点。近来的研究表明股票市场总体走势或者某些特定种类股票表现突出的一些时期是可以预测的。

最重要的日历异常(calendar anomaly)是小盘股在 1 月份的表现要远远好于大盘股。事实上，导致过去 70 年来小盘股的总收益率高于大盘股的惟一原因就在于 1 月份！这一现象被称为：**一月效应**。最初是由唐·凯米（Don Keim）[1] 在芝加哥大学读研究生时研究发现的，在这之前，研究者从未成功揭示任何可以预测的股价变化模式。因此，该发现在股市算是破天荒第一遭，从某种意义上也可以说是

1 Don Keim, “Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence,” Journal of Financial Economics 12(1983):13–32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的一个发现。

一月效应可能是所有日历异常的“鼻祖”，但它决不是惟一的。基于某些无法说明的原因，股票在月初的几天表现会比月末好，在周一的表现会比周五好。在某些重大节日之前表现非常好，尤其是在 12 月 31 日，事实上，这是一月效应的开始。

为什么会出现这些异常呢？现在还无法解释清楚，而这种趋势将来是否会继续也仍然是一个迷。但无论如何，这些发现把经济学家逼到了比较尴尬的境地。研究者不再坚定地认为股票市场是完全不可预测或不可战胜的。

一月效应

在所有日历异常中，一月效应最受关注。从 1925 年到 2001 年，标准普尔 500 指数在 1 月份的算术平均收益率为 1.7%，而小盘股的平均收益率为 6.5%。1 月份小盘股的算术平均收益率比大盘股高出 4.8%，而全年下来，大盘股的算术平均收益率要比小盘股高出 4.6%。也就是说，从 2 月到 12 月小盘股的收益率要小于大盘股。从历史上来看，持有小盘股惟一有利可图的月份就是 1 月。

为了搞清楚一月效应的重要性，我们来看图 18-1。该图描述了大盘股和小盘股总收益指数以及用标准普尔 500 指数代替小盘股 1 月份的收益后计算出来的小盘股的收益指数。正如第 6 章所述，如果在 1926 年投资 1 美元于小盘股，在 2001 年末将会增值到 6,609 美元，而投资于大盘股只能获得 2,021 美元。如果剔除一月效应的影响，小盘股的总收益则只有 230 美元，仅为大盘股的 11%。

图 18-1 同时也表明，如果小盘股 1 月份的高收益率能够持续下去的话，将带来惊人的投资回报。在 12 月末购买小盘股，然后在 1 月末把小盘股转化为标准普尔 500 指数，将会获得 58,173 美元的回报，或者说 15.5%的年回报率。事实上，历史数据表明，您可以尽量借入资金，使用杠杆来充分利用一月异常效应。

自 1925 年起，只有 14 年中，大盘股在 1 月份的表现优于小盘股。而且，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使小盘股的表现不如大盘股，小盘股收益率也不会比大盘股低很多；小盘股表现最差的 1 月份出现在 1929 年，而收益率也达到了 5.1%。与此形成鲜明对比的是，从 1925 年开始，小盘股 1 月份收益率有 28 年至少比大盘股高出 28%，有 13 年至少高出 10%，有两年高出 20%。

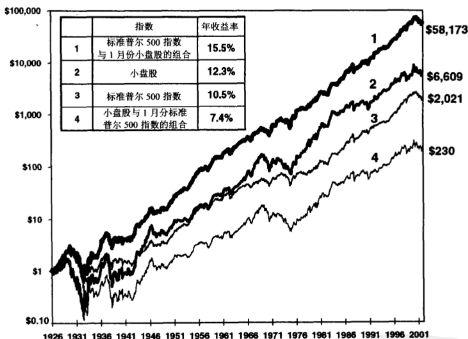


图 18-1 1926-2001 年小盘股和大盘股分别在有一月效应和没有一月效应情况下的指数

即使是在历史上最大的熊市时期，一月效应仍然“大行其道”。从 1929 年 8 月到 1932 年夏季，小盘股的价格下降了 90%以上，但这并没有影响一月效应发挥作用，从 1930 到 1932 年，小盘股在 1 月份分别保持了 13%、21%和 10%的高收益率。一月效应的能量可见一斑。在股市大衰退时期，投资者应该在 12 月末大量购买小盘股，在 1 月末卖出，然后在剩下来的月份里持有现金，这样，可以让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的财富增加 50%。

一月效应的一个非常重要的特点就是，您不能等到 1 月份开始后，才开始购买股票，也不能期望整个一个月都会给您带来高收益。小盘股的购买大多开始于 12 月的最后一个交易日(常常在下午)，投资者购买其他人在新年前夕甩掉的低价股票。1 月的第一个交易日小盘股保持高额回报率，整个第一个交易周股价有下降压力。仅在 1 月的第一个交易日，小盘股的收益率就会比大盘股高出接近 4 个百分点。[2]在 1 月中旬，一月效应很大程度上就已经耗尽了。

当发现某个异常，比如一月效应后，非常有必要研究一下该效应的国际影响。当研究者把目光转向国外市场后，他们发现一月效应决不是美国的专利。在世界第二大资本市场——日本，1 月份小盘股的超额收益率为 7.2%，比美国还高。[3]正如本章末您可以看到的那样，世界上很多其他国家，1 月份无论是对大盘股还是小盘股来说，都是一个最好的月份。[4]

为什么投资者和投资组合经理这么晚才发现这一影响极大的异常效应？这是因为在美国，1 月份对于大盘股来说没有任何特别之处，而大盘股构成了道·琼斯工业以及标准普尔 500 等流行指数的基础。当然，这并不是说 1 月份对这些股票不利。正如后面将要提到的那样，大盘股——尤其是在国外——在 1 月份的表现也的确非常好。不过在美国，1 月份决不是大盘股表现最好的月份。

需要指出的是，1 月的超额收益率并不一定总能实现。历史上有很多年份，1 月小盘股的收益率低于大盘股，而近些年来出现的频率越来越高。对一月效应的广泛宣传事实上可能导致该效应的消失。

---

2 参见Robert Haugen and Josef Lakonishok, *The Incredible January Effect* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989), p. 47。

3 参见Gabriel Hawawini and Donald Keim, "On the Predictability of Common Stock Returns: World-Wide Evidence," in Jarrow et al. (eds.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9 (1995), Chapter 17, pp. 497–544。

4 对于这一结论的详尽说明，请参见Gabriel Hawawini and Don Keim, "The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings," working paper, May 1997, Wharton School, University of Pennsylvania。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生一月效应的原因

为什么有些投资者在 1 月份倾向于持有小盘股？没有人知道明确的答案，但还是有几种猜测可以解释。散户投资者与机构投资者不同，他们持有大量小盘股，对交易的税收影响更敏感。而小盘股，尤其是那些在前 11 个月一直下跌的小盘股，在 12 月很可能会被投资者出于税收因素的考虑而卖掉。而这种卖出会压低个股的价格。

有一些证据可以支持这种解释。那些整年都在下跌的股票在 12 月下跌的幅度会更大，而在 1 月份会大幅上升。而且，有证据表明，在 1913 年美国开征所得税之前，不存在一月效应。还有一个证据，那就是，澳大利亚的税收年度是从 7 月 1 日到 6 月 30 日，而澳大利亚 7 月份出现异常高额收益率。

税收可能是一个原因，但它绝不是惟一的一个，因为一月效应在很多没有资本利得税的国家同样发生了。日本是在 1989 年才开始对个人投资者征收资本利得税，但是在此之前，一月效应就存在。加拿大在 1972 年开征资本利得税，同样，一月效应在此之前也早就存在了。最后，有很多前一年价格一直上升的股票以及那些不受制于税收损失也没有被卖出的股票 1 月份价格同样上涨了，虽然上升幅度没有那些前一年价格一直下降的股票那么大。

关于一月效应，还有一些解释。个人投资者在年末常常会有一些资金流入，比如股利或者为了避免税收而卖出股票所得到的钱。这些个人投资者通常等几天后，在一月的第一个星期把资金投资于股票。数据显示，在两年交接的时候，公众的买单相对于卖单会有大幅增高。由于公众持有很大一部分小盘股，所以这可能是理解一月效应的一个很重要的线索。[5]

5 参见Jay Ritter, "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the End of the Year," *Journal of Finance* 43(1988):701–717。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个可能的原因是，投资组合经理常常在年初买入小盘股，而在年末卖出。这是因为年末基金经理要向其客户报告一年的经营状况，其资产负债表要接受客户的检验。如果这些小盘股表现得好，投资组合经理就可以锁住他们的优良业绩，换句话说，在本年剩下的时间里，卖出小盘股，使自己的投资与标准普尔 500 指数相挂钩，自己的业绩就可以超过标准普尔 500 指数。而这些通常来说风险比较大的小盘股如果表现得不好，他们也会卖出小盘股，因为他们不会让客户在年末资产负债表上看到这些情况。

另一个导致一月效应的原因是：收益率是按照当天最后一个记录价格计算的。如果某买家促成了最后一笔交易，那么无论这笔交易多么小，最后一笔交易的价格都会被记录为买价或者卖价。对于那些流动性比较差的小盘股而言，这一记录价格要比最后一笔交易的实际价格高出 5%或者更多。交易日结束前的购买高潮主要集中在小盘股上，这种购买高潮可以导致小盘股指数的大幅上涨。而这种现象在日历季度末表现得尤为明显，尤其是在 12 月 31 日。不过，研究者认为，这种情况只是造成一月效应的一个非常小的原因。[6]

虽然所有这些原因表面上看起来都比较有道理，但没有一条是与所谓**有效的资本市场**相吻合的。如果基金经理知道股价（尤其是小盘股）在 1 月份将会上涨，他们应该会在元旦前就买入股票以赚取投机利润。这将会导致小盘股股价在 12 月份就大幅上升，从而将会促使其他基金经理在 11 月份就买入股票，依次前推。这样一来，在应对一月效应的过程中，整个一年股价将会变得比较平滑，一月效应也就消失了。

当然，为了消除一月效应，拥有巨额资本的基金经理和投资者必须知道有这么一个效应，在应对一月效应时，必须感到轻松。那些资金受托人在向他们的客户解释一个不寻常的投资策略的时候可能会感到不自在，尤其是当该策略并没有发挥出有效作用的时候。还有一些人可能不愿意利用一个看起来没有任何经济原

6 参见Marshall E. Blume and R. F. Stambaugh, "Biases in Computed Returns: An Application to the Size Effect," Journal of Financial Economics 12 (1983):387–404。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理支撑的策略。

事实上，一月效应近年来已经变得非常弱了。小盘股在 1996、1997、1998 和 1999 年的表现不如大盘股，这是自 1926 年以来惟一一次连续四年出现这种情况。[7] 很多投资者的脑海中都有一个挥之不去的担心，那就是当越来越多的投资者通过阅读各种书籍意识到一月效应的存在后，一月效应将不再持续。

价值股的一月效应

在股票市场上，除了小盘股存在一月效应之外，还有另一个事实上未受到广泛宣传的一月效应。正如第 8 章所述，价值股——无论是大盘股还是小盘股——收益率比成长股的收益率高很多。表 18-1 把 1963 年 7 月到 2000 年 12 月之间价值股和成长股的收益率做了一个比较，其中包含各种规模的股票。在整个时期，无论哪种规模的股票，价值股的表现都优于成长股。而如果不考虑 1 月份的收益率，大盘成长股与大盘价值股收益率之间的差距将会缩小 50%。

为什么价值股在 1 月份的表现会如此之好，目前还没有一个合理的解释。这也许反应了在新年开始之际，对以价值为基础的基本标准的重新评估。从历史上来看，圣诞节和新年之间的那一周是股市表现最好的一周。假日繁荣过后，投资组合经理将会以一种理性的姿态开始新一年的投资，减少对高增长公司的资金投入，而把投资重点放在价值股上。也许这一现象与年初投资者用免税帐户投资于价值股以规避股利税有关。关于价值股发生一月效应的原因还有待进一步的研究。

7 根据所使用的指数，这次小盘股表现落后于大盘股持续了 5 年。伊博森小盘股指数(从 1982 年开始，利用 DFA 9~10 档股票基金收益率)1995 年的表现略好于标准普尔 500 指数。不过，拉塞尔 2000 指数当年 1 月份的表现明显比大盘股差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18-1 不同股本和账面价值与市值比率下的复利年收益率，1963 年 7 月~2000 年 12 月

整个时期		规模（分五级）				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面价值与市值比率（分五级）	价值型	23.26%	15.94%	17.44%	16.18%	13.59%
	2	20.40%	15.23%	14.60%	15.18%	11.27%
	3	18.03%	13.96%	14.75%	11.39%	11.02%
	4	12.87%	11.99%	11.83%	10.37%	12.13%
	成长型	6.41%	5.15%	5.93%	10.71%	10.28%

剔除 1 月份		规模（分五级）				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面价值与市值比率（分五级）	价值型	12.11%	10.13%	11.92%	11.72%	10.57%
	2	10.70%	10.61%	11.13%	12.18%	9.30%
	3	8.79%	9.32%	11.07%	8.30%	9.08%
	4	3.51%	7.56%	9.20%	8.16%	10.52%
	成长型	-2.45%	2.05%	3.90%	9.42%	9.06%

月收益率

除了一月效应之外，股票收益率还有其他一些季节性规律。图 18-2 描述了道·琼斯工业平均指数和标准普尔 500 指数的月收益率。二战结束后，12 月份是两个指数都表现最好的月份，而如果从 1885 年开始算起，12 月的表现只能排第五位。与此形成鲜明对比的是 8 月份，8 月是过去 116 年最好的月份，而二战后，道·琼斯指数在 8 月份的表现排倒数第二，标准普尔 500 指数 8 月份的表现排倒数第三。二战结束后，就很少听到经纪人和投资咨询师宣扬所谓的“夏季回升”。

这些月份规律不仅适用于美国，世界其他国家也同样适用。我们知道 1 月份在美国是一个好月份，在国外它同样是一个好月份，而且可能是比美国还要好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月份。图 18-3 描述了摩根斯坦利资本市场指数所包含的 20 个国家 1 月份的股票收益率。在所有这 20 个国家中，除了奥地利之外，1 月份的收益率都高于平均收益率。在美国之外的地区，按照价值权重计算，1 月份的收益占总收益的 25%。投资者在 1 月份的投资热情看起来也可以影响 12 月和 2 月。在美国以外的其他国家，几乎全部收益的 2/3 都来自于 12 月到 2 月之间的 3 个月中。[8]

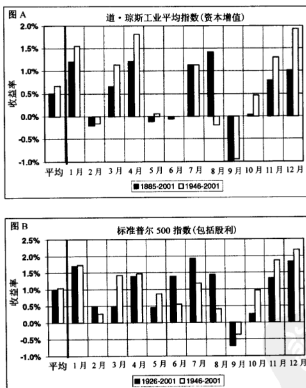


图 18-2 道・琼斯工业平均指数和标准普尔 500 指数的月收益率

8 图 18-3 中的数据来自于计算大盘股的按照价值权重计算指数。正如前面提到的那样，1 月份小盘股的收益率要高于大盘股，所以图 18-3 中所体现出来的 1 月份的收益率很可能比用一般股票计算出来的收益率要低很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

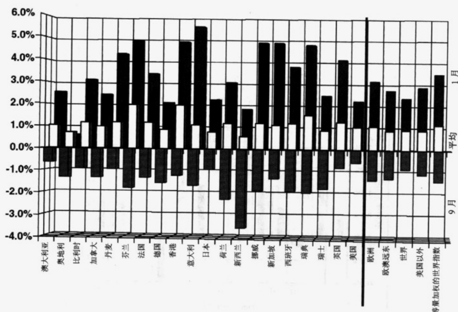


图 18-3 各国的一月和九月效应，1979-2001 年

九月效应

股票在夏季的几个月表现非常好，但是暑假过后就要小心了！9 月份是一年中最坏的月份，而且在美国还是惟一负收益率(包括再投资股利)的月份。9 月过后是 10 月，第 16 章已经提到，10 月份股价下降幅度很大。与“夏季回升”不同，上个世纪和二战后，9 月份收益率一直比较低。

图 18-4 反映了 1885 到 2001 年间包括 9 月和不包括 9 月两种情况下道·琼斯工业平均指数的走势。1885 年投资 1 美元于道·琼斯指数，在 2001 年底可以得到 394 美元(不包括股利)。如果仅投资于 9 月份，只能得到 25 美分，而如果投资于除了 9 月份之外的所有月份，在 2001 年就可以获得 1,548 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

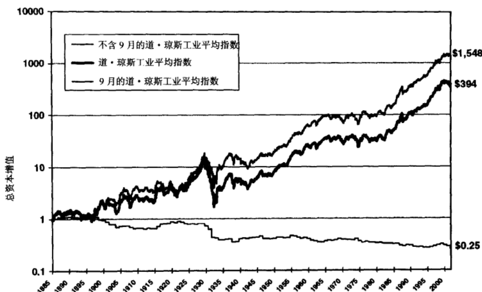


图 18-4 九月效应：道·琼斯工业平均指数，1885-2001 年

世界上其他国家 9 月份股票收益率同样比较低。非常奇怪的是，9 月份是一年当中按价值权重计算的指数惟一得到负收益率的月份。在所分析的 20 个国家中有 15 个国家 9 月份是全年股票表现最差的月份，包括欧洲指数、欧澳远东指数和等量加权的世界指数。需要注意的是：这些数据还包括再投资股利，所以对于股票投资者来说，在 9 月份即使持有现金没有任何收益也要比投资股票好，不过非常遗憾的是，这种情况往往被忽视，而对于九月效应的研究也非常有限。

为什么股市在不同的月份会有不同的表现现在还无法解释清楚。也许秋末股市的低收益率与经济形势并没有直接的联系，而是因为冬天临近和白天日益缩短容易使人消沉。事实上，心里学家认为阳光是福利的一个必要因素。近年来的研究已经表明纽约股票交易所在阴天的经营状况要远远差于晴天。[9]不过，9 月份在

9 参见Edward M. Saunders, Jr., "Stock Prices and Wall Street Weather," *American Economic Review* 83 (December 1993):1337–1345。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

澳大利亚和新西兰同样是一个股票表现比较差的月份，虽然在这两个国家 9 月份标志着春天和长日的开始。[10]

也许 9 月份股票的低收益率是投资者清算股票(或者延迟购买新股票)以支付暑假消费的结果。正如下面将要提到的那样，从历史上来看，星期一是每周当中股市表现最差的日子。而在很多国家，9 月份就相当于是周一的月份版：一段闲暇时光结束后，要重新投入工作。

月内收益率的差别

虽然心理学家说很多人在圣诞节和新年之间的这段时间情绪比较低落，但股票投资者却认为这是一个应该高兴的季节。正如表 18-2 中所表明的那样，1885 到 2001 年，圣诞节和元旦之间日价格收益率为正常收益率的 10 倍。

表 18-2 道·琼斯工业平均指数日价格收益率，1885 年 2 月~2001 年 12 月

	1885-2001	1885-1925	1926-1945	1946-2001
总平均值				
整月	0.0238%	0.0192%	0.0147%	0.0316%
前半月	0.0428%	0.0203%	0.0621%	0.0538%
后半月	0.0048%	0.0182%	-0.0316%	0.0088%
月的最后一天	0.1040%	0.0875%	0.1633%	0.0903%
工作日				
星期一	-0.0997%	-0.0874%	-0.2106%	-0.0689%
星期二	0.0403%	0.0375%	0.0473%	0.0397%
星期三	0.0594%	0.0280%	0.0814%	0.0742%
星期四	0.0258%	0.0012%	0.0627%	0.0304%
星期五	0.0710%	0.0994%	0.0064%	0.0734%
星期六开盘	0.0669%	0.0994%	0.0064%	0.0864%

10 当然，澳大利亚和新西兰股市的很多投资者居住在赤道以北。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

	1885-2001	1885-1925	1926-1945	1946-2001
星期六不开盘	0.0724%			0.0724%
星期六	0.0578%	0.0348%	0.0964%	0.0962%
假日收益率				
假日前一天				
美国国庆节	0.3271%	0.2118%	0.8168%	0.2366%
圣诞节	0.3781%	0.4523%	0.3634%	0.3291%
元旦	0.3292%	0.5964%	0.3931%	0.1107%
假日平均值	0.3448%	0.4201%	0.5244%	0.2255%
圣诞周	0.2482%	0.3242%	0.2875%	0.1768%

股票收益率还有一个更为明显的特点，那就是每个月前半月和后半月的收益率有着很大的区别。[11] 在所研究的 117 年里，道·琼斯工业平均指数在前半个月的百分比变动——包括前一个月的最后一个交易日和本月第 14 日在内——几乎是后半个月收益的 9 倍。[12]

月份交接时股票的高额收益率当然与来源于消费者月收入的股市资金流入有关。但令人惊讶的是：这些资金流入已经成为过去 117 年来市场收益的主要来源。

周内收益率的差别

很多人讨厌星期一。经过两天的放松，做了很多自己喜欢做的事情，然后又不得不面对星期一的工作，这的确不是一件令人开心的事情。而股票投资者很显然也有同样的感受。星期一是一周内股市表现最差的日子，所研究的每段时期都是这样。在过去的 117 年，周一的收益率绝对是负的——而且负得如此之大，以

11 R. A. Ariel, "A Monthly Effect in Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 18(1987):161-174.

12 如果包括股利的话，道股前后半个月收益率的区别就会扩大。而目前，大约有 2/3 的道股在前半个月发放股利，这就意味着前后半个月收益率的区别进一步扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于如果周一能够取得像周二到周五的收益率，道·琼斯工业平均指数今天将会达到 4,000 点。

投资者痛恨星期一，喜欢星期五。星期五是一周中最好的日子，收益率达到日平均收益率的三倍。即使股市在周六也开盘交易（1946 年以前，每个月的星期六都开盘；1946 到 1953 年之间，除了夏季以外的每个月星期六也都开盘）星期五的价格收益率也是最高的。

周一效应同样不仅仅局限于美国股市。世界大多数国家的周一对股市来说都是个坏日子，不仅在美国周一的收益率是负的，英国、德国、法国、日本、韩国以及新加坡也同样如此。而另一方面，在这些国家中，没有一国在周三、周四和周五的收益率是负的。周二对于大多数国家的股市而言同样是一个坏日子，尤其是在亚洲和澳大利亚。[13] 这可能是由于西方国家刚刚经历了一个惨淡的周一，而美国的日收益率被证明能够影响次日亚洲的股票市场。

以上这些收益率的分布模式与工作周的一贯特点相吻合，但并不符合经济原理。因为星期一的收益率要抵补星期五闭市之前三天的时间，考虑到资本承担了三倍长的时间(同时也承担了更大的风险)，您可能会认为收益率应该是其他日收益率的三倍。而事实并非如此。[14]

周五并不是股市惟一表现比较好的日子。事实上，任何节假日之前，股市表现都比较好。表 18-2 描述了国庆节、圣诞节和元旦之前的价格收益率情况。平均来看，他们是一般日价格收益率的 14 倍。研究表明，在股票交易所其他节假日之前，股市遵循同样的规律。而且，如前所述，每个月的最后一天同样是一个盈利日。

13 这一结论来自Hawawini and Keim, “On the Predictability of Common Stock Returns:World-Wide Evidence” in R. Jarrow et al. (1995), pp. 497–544。

14 股利在一周内几乎从来不是平均分配的。早期，周一的股利稍高，而近年来周五较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

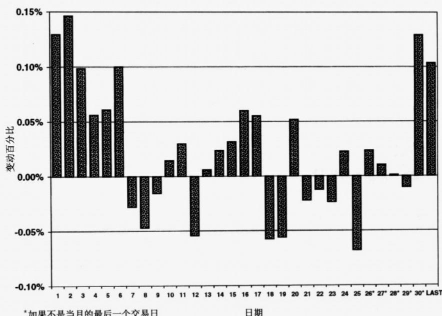


表 18-2 道·琼斯工业平均指数日价格收益率，1885-2001 年

最后，股票收益率在一天内的不同时刻收益率也有所不同，而且似乎也形成了一种分布模式。有证据表明，通常在每天早上有一个下跌时段，尤其是在周一。午餐时段，行市坚挺，下午 3 点左右，股价或者停止变化，或者开始下降，交易日的最后半个小时股价开始大幅上升。这种变化模式常常导致股市以一天内的最高价闭市。

投资者应该如何应对

这些异常对于投资者投资策略的形成具有重大指导意义，但是，想从这些异常中获利的投资者必须意识到另外两个因素的存在：风险和交易成本。前面已经提到，这些与日历有关的收益模式并不总是生效，而且随着越来越多的投资者意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识到这些模式的存在，将来它们不会像以前那样频繁出现，或者将根本不会出现。而且，投资于这些异常要求投资者频繁买卖股票，这将产生很大的交易成本。

免佣金的共同基金和网上交易的出现使交易成本大减。但是，除非是能够用享有税收优惠的账户投资，否则要实现这些“异常”利润将产生大量税收成本。第 4 章已经说明，不将资本利得递延到将来，而是每年都予以实现，将会使总收益大大受损。然而，对于那些已经决定了要买入或者卖出股票，但对于在哪个具体的时间进行交易还有一些伸缩空间的投资者来说，我们还是建议进行最终交易之前考虑一下这些日历异常。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章

行为金融学和投资心理学

一个理性的人——像尼斯湖水怪一样——经常被看见，但很少被相机拍下来。

——大卫·加特雷 1998 年[1]

当股市看起来最好时往往是最危险的时候，而当股市看起来最坏时却往往是最应该进入的时候。

——弗兰克·J·威廉姆斯，1930 年[2]

本书中有很多数据、图形和图表，它们可以为股票投资者多样化的长期投资策略提供支持。然而很多事情说起来容易，做起来难。越来越多的金融学专家意识到心理因素会妨碍投资者进行理性分析，进而阻止他们从其投资组合中获得最大收益。对于这些心理因素的研究逐渐形成了一门新的研究领域：行为金融学。

为了便于读者理解行为金融学的基本研究方向和主要观点，本章采用故事体的格式。本章对通过转变投资者的情绪来提高组合收益率的两种投资策略作了一个分析。

1 David Dreman, Contrarian Investment Strategies: The Next Generation (New York: Simon & Schuster, 1998).
2 Frank J. Williams, If You Must Speculate, Learn the Rules (Burlington, VT: Freiser Press, 1930).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，您将看到本章的故事与大卫有关，故事中，大卫是一个个人投资者，他陷入了心理陷阱，从而妨碍了他成为一个成功的投资者。在本章的阅读中，请各位读者注意自己与大卫有哪些相似之处。如果您和大卫之间的确有相似之处，那么您就要注意本章所提出的一些建议了，这些建议可能有助于您缓解股票投资过程中的紧张情绪，从而使您的投资变得更加有趣，也更加有利可图。

1999-2001 年间的科技股热潮

时间：1999 年 10 月

大卫： 詹尼弗，我做了一些重要的投资决策。我们的投资组合中只有像飞利浦、宝洁和埃克森等又旧又保守的股票。这些股票现在没有给我们带来任何利润。我的两个朋友鲍勃和保罗购买了网络股，而他们现在正在发大财。我和我的经纪人讨论了这些网络股的前景问题。他说，专家认为这是未来的趋势。我打算卖掉大量不会升值的股票，买入像亚马逊、雅虎和 Inktomi 等网络股。

詹尼弗： 我听说这些股票的风险很大。您有把握吗？

大卫： 艾伦说我们正在进入"新经济"时代，这种新经济是由信息革命推动的，而信息革命将会从根本上改变我们做生意的方式。我们现在所拥有的这些股票是"旧经济"时代的股票，它们的时代已经过去了，我们应该投资未来。我知道这些股票价格波动比较大，但是我会密切关注它们，我们不会输钱的，相信我。我相信我们最终将步入正轨。

时间：2000 年 3 月

大卫： 詹尼弗，您注意到我们最近的财务报表了吗？我们的股票比去年 10 月上升了 60%。纳斯达克指数达到了 5,000 点，而且据我所知，没有一个人认为这种上升势头将会停止。市场的兴奋正在扩展，这已经成为办公室人们讨论的重点话题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

詹尼弗： 这段时间，您买入和卖出股票的次数比以前多得多。我都无法知道我们究竟拥有什么股票了！

大卫： 市场上信息更新的速度越来越快。我必须不断调整我们的投资组合。现在佣金如此之低，我们完全可以在任何可以影响股票的消息出现后都做出行动。相信我。我们的股票在过去 6 个月涨了 60%。

时间：2000 年 7 月

詹尼弗： 大卫，看看我们经纪人的报表。我不再持有那些网络股了。我们现在拥有恩科、爱立信、甲骨文、太阳微软系统、EMC、北电网络和 JDS Uniphase。我不知道这些公司都是经营什么的？您知道吗？

大卫： 今年 4 月网络股崩盘时，在我们失掉我们所获得的一切之前我刚好卖出了这些股票。很不幸，我们在这些股票上没有获得多少利润，不过也没有损失。

我认为我们现在做对了。过去那些网络公司一直都没有赢利。而我们现在所拥有的这些新公司则不同，它们构成了网络的中枢，而且它们都赢利。艾伦给我讲了一个很有启发意义的故事：您知道 19 世纪 50 年代加州淘金热时期谁是最大的赢家？不是那些金矿开采商。是的，最初，有一些人发现了黄金，但是后来大多数人几乎什么都没有发现。真正的赢家是那些在淘金热中向开采商出售凿斧、皮靴、平锅和传动装置等的商人。道理非常简单：大多数网络公司将会倒闭，而那些给网络公司提供器材（路由器、软件和光纤电缆等）的供应商将会成为大赢家。

詹尼弗： 但是我听说一些经济学家认为这些供应商的股票现在过分高估；他们的市盈率达到上百倍。

大卫： 您说得没错，不过看看它们过去 5 年的增长率——以前没有人见过这么高的增长率。现在的经济形势与以前大不相同，很多传统的评价标准已经过时了。相信我，我会监控这些股票。我及时从那些网络中解套出来了，不是吗？别担心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间：2000 年 11 月

大卫（自言自语）：我应该怎么办？过去的几个月太可怕了。我损失了 20%。仅仅两个月前，北电网络还是 80 多美元，而现在只值 40 多美元了。太阳公司两个月前是 65 美元，而现在只有 40 美元。这些价格太低了。我想我现在应该动用剩余的资金再低价再买入一些这类股票。这样，就不必要求我的股票上升很大幅度以轧平头寸了。

时间：2001 年 8 月

詹尼弗：大卫，我刚刚看了我们经纪人的报表。我们已经彻底失败了！几乎 3/4 的退休金没了。我本以为您会密切监控我们的投资。事实表明，我们的投资组合带来的只是巨大的损失。

大卫：我知道了；我感觉糟透了。所有的专家都说这些股票会回升，但它们却持续下降。

詹尼弗：这种情况以前就发生过。我不明白您为什么会做得这么差。多少年以来，您一直密切关注着股市，研究所有财务报表，看起来您似乎消息灵通，但是您好像一直在做错误的决策。您在高点附近买入，在低点附近卖出。您持有股票时发生损失，而当您卖出股票时，股票却可以赢利。您……

大卫：我知道，我知道。我的股票投资总是失策。我想我应该放弃股票，坚定地投资于债券。

詹尼弗：听着，大卫。我和一些人讨论了您投资中遇到的麻烦，我想您可以向这个投资顾问咨询一下。她运用行为心理学来帮助有问题的投资者发现他们投资失败的原因。这个投资顾问还会给您建议一些纠正错误行为的方法。大卫，我已经给您预约好了。去会会她吧。

行为金融学

时间：接下来的一个星期

大卫有些怀疑。一直以来，他认为要理解股票，需要经济学、统计学和数学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等多方面的知识。但他从来没听说还需要心理学。不过他明白自己现在需要帮助，所以去看一下投资顾问也没有什么害处。

投资顾问：我已经看过您的简历，也和您的妻子深入讨论过。您是来我这里咨询的投资者中非常有代表性的一个。我是经济学的新分支——行为金融学的忠实拥护者。这一分支所研究的很多观点是基于心理学的思想，这些思想以前很少被用于股票市场和投资组合管理。

我先给您介绍一些背景知识。近年来，金融学中占主导地位的是这样一些理论，这些理论假定投资者的目标是使期望效用或者福利最大化，而且假设投资者的行为总是理性的。这是理性理论的扩展。

20 世纪 70 年代的两个心理学家 Amos Tversky 和 Daniel Kahne man，他们发现很多人的投资行为并不符合上面的理论。因此，他们建立了一个新模型——期望理论(prospect theory)——关于个人在不确定性情况下究竟是如何行动以及做决策。[3] 该模型的建立奠定了他们成为行为金融学开山鼻祖的地位，而他们的研究也使金融学获得了进一步的发展。

时尚、社会动态和股市泡沫

投资顾问：我们首先来讨论一下您当初购买网络股的这个决定。我们回到 1999 年 10 月。您还记得您当初为什么要购买这些股票吗？

大卫：是的。那个时候，我手中的股票看起来根本不会升值。而和我一起工作的投资于网络股的朋友都赚了很多钱。人们投资于网络股的热情极其高涨；所有人都认为网络引起的信息革命将会从此改变商业运作的模式。

投资顾问：当人们都对市场满怀信心的时候，您应该更加谨慎。影响股价的不仅仅是经济价值，心理因素同样会影响市场行情。行为经济学的带头人之一，

3 Daniel Kahneman and Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk," Econometrica 47(2)(March 1979).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁大学经济学家Robert Shiller强调说时尚和社会动态在资产价格决定上发挥着非常重要的作用。[4] Shiller 认为股利等经济因素远远不能够解释股价波动性为何会如此之大。[5] 他认为流行和时尚对投资决策有着重要影响，而这些因素可以解释股价的超额波动。

大卫：我对这些网络股也的确有些怀疑，但是其他人似乎都坚信自己将会是赢家。

投资顾问：看看别人对您的影响有多大！这些影响显然妨碍您做出更好的判断。心理学家一直以来都认为不受众人影响而保持自己独立的见解非常困难。社会心理学家 Solomon Asch 进一步验证了这一观点。他做了一个著名的实验，他让测试者排成 4 排，然后让测试者从中挑出两个高度一样人。这个要求非常简单，答案也显而易见。但是当 Asch 博士的助手们混在测试者当中，并且提出与正确答案不一致的观点时，那些测试者常常会做出错误的回答。[6]

后续实验进一步证实了导致测试者不能做出他们自己最佳判断的原因不是社会压力，而是他们不相信大多数人都会犯错。[7]

大卫：您说得太对了。如此多的人对这些股票大肆宣传，我想其中一定有它的道理。如果我不购买网络股，我深怕会错过机会。

投资顾问：我知道。网络和技术泡沫是社会压力影响股票价格的一个绝佳例证。办公室里的讨论、新闻头条、分析师的预测——这些都在影响着人们疯狂投资于股票。心理学家称这种随众倾向为“牛群本能”，即个体想法趋于与流行思想一致的倾向。

金融领域中社会心理的影响很早就被认识到了。在 1852 年，查尔斯·麦克凯

4 Robert Shiller, “Stock Prices and Social Dynamics,” Brookings Papers on Economic Activity (1984).

5 Robert Shiller, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?”American Economic Review 71(3)(1981):421–436.

6 Solomon Asch, Social Psychology (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1952).

7 Morton Deutsch and Harold B. Gerard. “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment,” Journal of Abnormal and Social Psychology 51(1955):629–636.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的著作《异常错觉和大众的疯狂》一书指出一系列金融泡沫，在这些金融泡沫发生时期，投机者被不断上升的价格所迷惑，形成购买狂潮：1720年英国南太平洋泡沫、几乎同时发生的法国密西西比泡沫，以及荷兰早在一个世纪以前发生的郁金香狂潮。

我来给您读这本书中我最喜欢的一段，看看您的行为是否和书中描述得有些相似：

> 我们发现整个国家的民众突然把他们的注意力都集中在同一个东西身上，他们疯狂追求这个东西；数百万人几乎同时产生了一个错觉，在错觉的指引下不停地疯狂追寻同一个东西……本来理智的民众顷刻间全成了孤注一掷的赌徒，把他们大部分的生存需求全部压在一页纸的翻转上……有句话说得非常好，人和动物一样，存在牛群式的思维……他们一起走向疯狂，但却是一个一个地慢慢恢复理智。[8]

大卫（摇了摇头）：历史上这种情况时有发生。虽然当时有人指出去年的情况也是如此，但我还是坚信“这次情况有所不同。”

投资顾问：别人也是这么想的。投资者存在随众倾向是金融史上一个不变的特点。跟随大众并不一定是非理性的，虽然它可能导致一些非常坏的结果。

大卫，您有过到达一个城市，发现两个邻近的饭馆而不知道该选择哪一个的经历吗？一个非常理性的选择方法就是看看哪个饭馆人多，因为在人多的饭馆吃饭的客人很可能是那些试过两个饭馆而最终选择了比较好的饭馆的客人。但是，当您决定在人多的饭馆吃饭以后，按照同样的推理，下次您很可能还会在这个饭馆吃饭，下次的下次还是这样。最终，每个人都会在这个饭馆吃饭，即使另一个可能会更好一点。

经济学家称这种决策方法为“从众风潮”（information cascade），并且认为这

8 Charles Mackay, Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowd (London: Bentley,1841).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种现象在金融市场上经常发生。[9] 比如说，当某公司投标购买另一家公司时，其他的一些公司也会加入投标。当某公司的首次公开发行(IPO)吸引了很多投资者时，其他的一些投资者也会随众加入。大众存在着一种心理，认为“有些人知道一些什么”，他们觉得自己一定不能错过机会。这种想法有时候是正确的，但大多数情况下是错误的。

过度交易、过分自信和选择性偏见

投资顾问：大卫，现在我们转换一下话题。从您的交易记录中，可以看出您是一个极其活跃的交易商。

大卫：我不得不这样。企业信息变化得太快了，我觉得我必须不断调整自己手中的股票以适应新的信息。

投资顾问：我来告诉您，您的交易除了给您带来更多的焦虑和损失之外没有带来任何别的东西。有两个经济学家发表了一篇名为《交易有损您的财富》的文章，我要加上一句，交易有害于您的健康。[10] 这两个经济学家研究了好几万个交易商的交易记录，他们发现那些交易最频繁的交易商的收益率要比那些不经常交易的交易商的收益率低 7.1 个百分点。

大卫：您说得很对。我想我不断频繁交易反而使我的收益受到了损害。我本以为我比别人前进了一步，但事实上并非如此。

投资顾问：要成为一个成功的投资者非常困难。即使那些把全部精力都投入到股票交易中的聪明人也很少获得超额回报。

9 Robert Shiller, “Conversation, Information, and Herd Behavior,” American Economic Review 85(2)(1995):181-185; S. D. Bikhchandani, David Hirshleifer, and Ivo Welch, “A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change,” Journal of Political Economy 81(1992):637-654; and Abhijit V. Banjeree, “A Simple Model of Herd Behavior,” Quarterly Journal of Economics 107(3)(1992):797-817.

10 Brad Barber and Terrance Odean, “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” The Journal of Finance 55(2000):773-806.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题在于很多人对他们自己的能力过分自信。换种方式来说，研究表明一般的人——无论他或她是学生、商人、司机或者其他职业——都认为自己比一般人强，当然从统计角度来说，这是不可能的。[11]

大卫：是什么导致了人们的自负？

投资顾问：自负有很多原因。首先，存在所谓的“自我归因偏见”（self-attribution bias），这种偏见导致人们在事态有所好转的时候容易产生自满情绪和自夸现象，而实际上这时自己并不值得称赞。[12]您还记得2000年3月您是怎样向您妻子炫耀您买入网络股的决定是多么聪明吗？

大卫：没错，我犯了一个大错！

投资顾问：您最初取得的那点成功使您变得自负起来。[13]您和您的朋友把您的股票收益归功于您巧妙的投资，而事实上这些收益常常来源于运气。

另一个产生自负的原因是人们有一种倾向：总是试图找出两个实际上差别非常大的事物之间的相似之处。[14]这被称为“选择性偏见”。这种偏见事实上来源于人们的认知过程。当我们发现有些事情表面上看起来比较相似的时候，我们往往会通过选择性的直观推断来认知事物。但是，我们看到的相似之处往往是错误的，而我们的结论也就被误导了。

大卫：我手中的时事投资通讯常常会提到，过去某事件发生时，市场如何变化，并且暗示这种情况仍将继续。但当我试着使用这些建议时，却从未成功。

投资顾问：传统的金融学家多年来一直告诫人们在建立经济数据模型时一定要谨慎，事实上某些模型可能并不存在。研究过去的数据得到经济模型的过程被

---

11 B. Fischhoff, P. Slovic, and S. Lichtenstein, “Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence,” Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance 3(1977): 552–564.

12 A. H. Hastorf, D. J. Schneider, and J. Polefka, Person Perception (Reading, MA: Addison-Wesley, 1970)

13 For reference to a model that incorporates success as a source of overconfidence, see Simon Gervais and Terrance Odean, “Learning to Be Overconfident,” Review of Financial Studies 14(1)(2001) 1–27.

14 For references to models that incorporate the representative heuristic as a source of overconfidence, see either N. Barberis, A. Shleifer, and R. Vishny, “A Model of Investor Sentiment,” NBER Working Paper 5926, Cambridge, MA, 1997; Kent Daniel, David Hirshleifer, and Avandihar Subrahmanyam, “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions,” Journal of Finance 53(6)(1998):1839–1886.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为“数据开采”(data mining)，现在用廉价电脑程序来研究模型的过程变得越来越容易。[15] 通过大量的抽样数据来研究股价变化，您一定会发现一些惊人的巧合——比如说，过去的 100 年间，每个月的第三个星期三当天空出现满月时，股价会上升。

选择性偏见导致股票市场上发生了一些非常严重的失误，即使形势看起来非常相似。1914 年 7 月第一次世界大战爆发时，美国人认为这将会引起金融危机，所以纽约股票交易所关闭了 5 个月。大错特错！当时美国成了欧洲的武器供应商；经济一片繁荣，1915 年还成为股市历史上最好的年份之一。

1939 年 9 月德国入侵波兰，投资者回想起一战时的股市表现。他们疯狂购买股票，促使股价在第二个交易日上升 7 个百分点。然而，这一次投资者又错了。弗兰克林·罗斯福决定这一次不让企业像一战时那样大发战争财。股市又上涨一些天之后陷入了非常严重的熊市，而且这次熊市一直持续了将近 6 年才恢复到 1939 年 9 月的水平。很显然，选择性偏见是这次错误的罪魁祸首，而两次世界大战并不像人们认为的那样相似。

从心理学角度来讲，人们并不愿意接受周围现象的随机性。当得知市场上的大多数变化都是随机的而没有任何确定的理由或者原因时，很多人会感到不安。人们存在一种深层次的生理需求，即要得知为什么某些事情会发生。这也就是为什么记者和所谓的专家受到欢迎的原因。他们非常乐意用一些常常错误的解释来填补人们认知上的漏洞。

大卫：我的确存在选择性偏见。我记得 2000 年 7 月在我购买技术股之前，我的经纪人把这些公司与 19 世纪 50 年代淘金热时期的工具供应商进行了类比。表面上看起来，这是一个非常有见识的类比，但事实上情况有很大不同。而非常有趣的是，我的经纪人作为一个专家居然也像我一样自负。

投资顾问：的确有证据表明专家比外行更容易犯自负的毛病。这些所谓的专

15 For a reference to data mining, see Andrew Lo and Craig MacKinlay, “Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models,” Review of Financial Studies 3(3)(Fall 1999):431–467.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家习惯于用自己特殊的方法来分析这个世界上的问题，然后找到一些支持证据来兜售他们的观点。[16]

现在回想起来，当报纸不断攻击分析师对技术产业收益所作的预测，认为他们有关整个行业形势的观点存在严重错误时，他们表现得无能为力。在经济形势看好，企业保持 20%~30%收益率时，分析师的日子过得非常好；但当经济下滑、出现坏消息时，他们却束手无策，只好睁一只眼、闭一只眼。

分析师回避坏消息的倾向在网络股上表现得更为明显。很多分析师坚信这些股票将成为未来股市的主流，即使出现了一些极坏的消息，也不改变初衷，直到发现股票已经跌了 80%~90%时，才开始给这些股票降级。

人们倾向于忽视与自己观点不相符的消息，导致人们产生这种倾向的原因在于心理学家所谓的“认知失衡”(cognitive dissonance)。认知失衡是指当我们遇到一些与我们观点和意见不相符的现象时，就会觉得自己的能力和行为并没有自己想象得那么好，从而产生苦恼。而我们都很自然地倾向于最大程度的减轻这种苦恼，从而使我们很难认识到自己的自负。

期望理论、损失厌恶和持续损失交易

大卫： 我明白了。我们现在能讨论一下关于个股的问题吗？为什么最终我的投资组合中有这么多股票发生亏损？

投资顾问： 还记得我刚才说过 Kahneman 和 Tversky 提出期望理论(prospect theory)而创立了行为金融学吗？他们的核心发现之一就是每个人都有一个自己的基准，通过这基准点来衡量他们自己的业绩。他们发现，在这个基准中，损失一定数量的钱给个人带来的不安要远远大于赚取同样数量的钱带来的喜悦。他们称这种现象为“损失厌恶”(loss aversion)，并且提出投资者是持有还是卖出某支股票很大程度上是受该股票是上涨还是下降，或者投资者是赢利还是损失的影响。

16 Dreman, Contrarian Investment Strategies: The Next Generation (1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：您所说的基准是指什么？

投资顾问：如果您买了一支股票，您怎样评价它的业绩？

大卫：我计算这支股票相对我购买它时涨或跌了多少。

投资顾问：很对。通常来讲，基准就是投资者购买股票时的买入价。投资者对该基准给予高度关注，而排斥其他任何信息。芝加哥大学的理查德·泰勒一直在研究投资者行为，他称这种行为为“心理会计”（mental accounting）。[17]

当您购买某支股票后，您就开立了一个以买入价为基准的心理账户。如果您购买了一组股票，您既可以单独考虑每支股票，也可以把这些股票综合起来一起考虑。[18] 无论您的股票是赢利还是损失，都会影响您持有还是卖出股票的决定。如果多支股票都发生了损失，您很可能会把这些单个损失统一起来考虑，因为考虑一个大损失要比考虑许多小损失容易。避免损失也就成了许多投资者的首要目标。

大卫：您说得很对。一想到我在技术股上的损失，我就不知所措。

投资顾问：这是完全正常的。您不想卖出股票避免损失的一个主要原因是您的自尊心。任何一个投资者，如果除了财务契约之外，还涉及情感承诺，那么要客观对资产做出评价就会变得比较困难。当初，您以微利卖掉网络股的时候，您感觉还挺好的，但随后买入的网络技术股却从未赢利。即使在前景非常暗淡的时候，您还执迷不悟，不但继续持有那些股票，还买入更多，抱一线希望于那些股票可以回升。

期望理论认为很多投资者会像您一样——继续买入，铤而走险，试图期待股票会回升来扎平头寸。[19]

---

17 Richard H. Thaler, “Mental Accounting and Consumer Choice,” Marketing Science 4(3)(Summer 1985):199–214.

18 Richard H. Thaler, “Mental Accounting Matters,” Journal of Behavioral Decision Making 12(1999): 183–206.

19 Hersh Shefrin and Meir Statman, “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence,” Journal of Finance 40(3)(1985):777–792.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫： 我以为多购买一些股票可以增大补偿损失的机会。

投资顾问： 您和多数其他投资者一样。1982 年，Leroy Gross 写了一本《股票经纪人手册》，称这种现象为“轧平头寸癖”（get-even-itis）。[20] 他还声称“轧平头寸癖”给投资组合带来的破坏超过其他错误。

对很多人来说，承认自己做了一个错误的投资决策非常困难，而要向别人承认自己犯了错误就更难。但是要想成为成功的投资者，就必须敢于承认错误。在投资组合决策中必须向前看。发生过的事情已经无法改变。正如经济学家所言，那是“沉没成本”。当前景不看好时，果断卖掉手中的股票，而不去理会究竟是否受到损失。

大卫： 我以为在我购买更多股票时，价格比较便宜。很多股票比其最高价低出了 50%以上。

投资顾问： 相对什么价格比较便宜？是相对于他们过去的价格还是相对于他们未来的价格？您认为以前股票从 80 美元降到 40 就是便宜，但您有没有想过股价可能还会下降，而这 40 美元也是高价呢？您的这种想法是 Kahneman 和 Tversky 行为学的另一个发现：“锚定”（anchoring），指人们在面对多种选择的时候使用一个“锚”，或者某个隐含的数字，来做出判断的倾向。[21] 判断股票真实价格是非常困难的一件事，所以把最近记得的价格作为“锚”，再判断目前价格与锚之间的差价也是非常自然的。

大卫： 如果按照您的建议，在前景一旦不看好的时候就卖出股票，我可能会损失更多。

投资顾问： 说得对！很多投资者恰恰做反了，回报率非常低。研究表明投资者很可能会因能够赚 50%的利润卖出股票而很少会在发生损失的情况下卖出股票。[22] 也就是卖出当前价格超过买入价的股票的几率要比卖出亏损股票的几率高

20 Leroy Gross, The Art of Selling Intangibles (New York: New York Institute of Finance, 1982).

21 Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," Science 185(1974):1124–1131.

22 Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" Journal of Finance 53(5)(October 1998):1786.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%。即使这样会增加税收成本，投资者也仍然会这么做。

我来给您讲我曾经成功说服过的一个短期投资者的故事。他告诉我，他的交易中有 80%是赢利的，但是总体来说却是亏损的，因为他的那些发生损失的交易损失额太大，损失超过了赢利。

听了我的建议之后，他成为了一个成功的投资者。现在他告诉我他的交易中只有 1/3 是赢利的，但是总体来说，也是赢利的。当股市行情并不像他设想的那样发展的时候，他就会立即卖出那些亏损股票而持有那些赢利股票。华尔街有一句名言，对成功交易做了一个总结：“终止损失，延续赢利”。

避免行为陷阱的方法

大卫：现在让我立即重新开始交易，我还是感觉不安全。我希望能够精通投资。我怎样才能克服这些行为陷阱，成为一个成功的长期投资者？

投资顾问：大卫，我很高兴您现在没有进行交易，因为我的客户中只有一小部分适合从事股票交易。

研究者发现必须要制定规则和激励机制才能使投资持续走上正轨——这被称为“事前承诺”[23](precommitment)，即制定一套资产分配原则，然后坚持执行。如果您的知识足够丰富，您可以单独制定这套规则，否则您可以咨询投资专家。注意不要事后批评您的规则。仔细观察一下市场每天的涨落，我们就会发现产生收益的基本因素远没有我们认为的那么多变，请记住这一点。一个严格的投资策略也常常是一个成功的策略。

更进一步说，您应该避免频繁交易。有一种方法可以达到这个目的，那就是关闭您的交易和网上账户。如果您需要支付高额佣金，您很可能就不会频繁交易。而且，如果经纪人或者咨询师的佣金是按资产的 1%来收取，而不是按股票交易

23 Hersh Shefrin and Richard H. Thaler, “An Economic Theory of Self-Control,” Journal of Political Economy 89(21)(1981):392–406.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次数来收取的话，他们是没有动力去提议一些不必要的交易的。

如果您购买股票的目的就是为了短期投资，那么您最好设置一个止损交易指令，把损失控制在最小范围内。您不要想当然地认为股价最终会回升，而放纵自己的损失不断增加。在卖出赢利股票之前先考虑一下您需要为此支付多少税款，而在犹豫是否要卖出亏损股票时，考虑一下卖出这些股票可能给您带来的税收好处。最后，不要把您的交易情况告诉您的朋友。如果辜负了朋友的期望，可能会使您在挽回损失和承认自己失误时变得更加犹豫。

大卫： 我不得不承认，有时候我非常喜欢交易。

投资顾问： 如果您真的非常喜欢交易，那就制定一个原则，设立一个单独的完全独立于其余投资组合的小额交易账户。所有的破产成本和所有税收必须从这个账户支出。考虑一下您投入该账户的资金，交易成本和交易损失很可能导致这些资金最终萎缩到一分不剩。在这里需要注意，您绝不能超出这个账户的资金限额。

如果这个方法达不到效果，您非常担心市场会发生变化或者您有强烈的冲动想要进行交易，那就给我打电话——我来帮您。《美国新闻和世界报道》中有一篇文章介绍说，有一些革新的交易商正在建立交易商匿名计划，旨在帮助那些无法抵制频繁交易诱惑的人们。[24] 也许您可以找一个试一试。

短视的损失厌恶、投资组合价值核算和股票风险溢价

大卫： 我在股市的投资如此失败以至于我曾想过要放弃股票投资而专心致力于债券投资，虽然我知道从长期来看这是一个坏主意。我想问您一个问题，您认为多长时间核算一次股票投资组合价值比较合适呢？

投资顾问： 这个问题问得好。如果您购买股票，很可能在购买后的一段时间内，股票组合的价值会下降到买入价以下。我们已经讨论过由于风险厌恶心理的

24 参见 Paul Sloan, "Can't Stop Checking Your Stock Quotes," US News and World Report, July 10, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在，股价下降令您非常烦恼。但是，因为从长期趋势来讲，股价总是上升的，所以如果您能够少核算几次股票价值，那么您的股票组合表现出贬值的次数可能就会减少。

经济学家对核算股票价值的频率是否会影响资产选择这一问题已经作了一个研究。[25] 他们做了一个"认知实验"，在这个实验中有两组匿名资产，一组是股票，另一组是长期债券。他们把测试者分为两组，给第一组的资料是股票和长期债券的年收益率，而给第二组的是这两组资产至少 5、10 和 20 年期的收益率。然后要求测试者选择一个最佳的股票和债券投资组合。

测试结果出来以后，他们发现：第一组测试者的投资组合中，股票所占的比例要比第二组测试者小得多。人们这种把决策建立在市场短期波动水平基础之上的倾向被称为"短视的损失厌恶"。因为考察时间越长，股票呈现损失的可能性就越小，所以如果投资者不经常核算股票的损益，那么受损失厌恶倾向影响的投资者持有股票的可能性就越大。

大卫：的确是这样。当我观察股票的短期收益时，它们的风险显得是如此之大以至于我会想为什么这么多的人投资于股票。而当我再观察股票的长期收益时，我又会觉得它们的业绩是如此之好，为什么还有那么多人不愿意投资于股票。

投资顾问：没错。Bernartzi 和 Thaler 声称"短视的损失厌恶"是解决"股票风险溢价困惑"的关键。[26] 多年以来，经济学家一直试图找出股票收益率比固定收益资产收益率高很多的真正原因。研究表明，在过去 20 多年或者更长一段时间，多样化股票投资组合不仅获得了比债券更高的通货膨胀后收益率，而且事实上它们比政府债券还要安全。但由于投资者过多地关注投资的短期收益，所以股票风险就显得比较大，也就必须给予股票投资者更高的风险溢价。如果投资者不经常核算股票价值，那么股票风险溢价就会大幅下降。

---

25 Shlomo Bernartzi and Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle," Quarterly Journal of Economics (1995):73–91.

26 参见第 7 章有关"股票风险溢价困惑"的描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1926 年开始算起，股票收益率比长期债券收益率高出 4.8%，比短期债券收益率高 6.2%。Bernartzi 和 Thaler 认为这种状况与短视的损失厌恶以及收益率的年度核算有关。他们认为如果把价值评估的时间间隔延长为 10 年，要吸引投资者投资于股票就只需要给与 2%的溢价，而如果为 20 年，则只需要 1.4%的溢价，如果为 40 年，则仅仅需要 1%的溢价。

大卫：您是不是在说，也许我不应该过多地关注我的股票？

投资顾问：只要您想关注，您尽可以去关注，但是决不要改变您的长期投资策略！记住要设立规则和激励机制。坚持长期的投资组合分配比例，除非有明显的证据表明，从基本面因素来看某一特定行业的股票价格过分高估，否则绝不轻易改变分配比例。一个警告信号就是在标准普尔 500 指数中所占比重达到 30%或以上。1980 的石油股和 2000 年的技术股就达到了这个警戒线。而这两个行业随后的收益率都非常低。

逆向投资和投资者情绪：提高投资组合收益率的两个策略

大卫：如果您刚才所说的这些行为如此普遍，对人们的投资组合收益又具有如此大的破坏性，那么投资者是否有机会利用他们来赚取超额收益呢？

投资顾问：对于长期投资者而言，如果能够保持“众人皆醉，唯我独醒”，将可能获得非常高的收益率。

这类投资者被称为“逆向投资者”，或者说那些投资观点与主流观点不同的投资者。逆向投资策略是汉弗莱·B.尼尔在他名为《逆向操作，有利可图》的小册子中首先提出的，这本书 1951 年出版，后来被改编为《逆向思维的艺术》。在这本书中，尼尔宣称：“如果每个人的想法都是一样的，那么很可能所有人都是错的。”[27]

一部分逆向投资者主要关注的是收益、价格和股利等基本面因素，而另一些

27 Humphrey B. Neill, The Art of Contrary Thinking (Caldwell, ID: Caxton Printers, 1954), p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向投资者着重关注的是诸如投资者情绪等心理因素。后者的基本观点是：大多数投资者在股价高时，过分乐观，而在股价低时，过分悲观。

当然，这也并不是什么特别新的观点。大投资家本杰明·格雷厄姆早在65年前就发表过类似的观点："……投资者心理会对他的成功产生非常大的不利影响。因为股价在高点时，投资者是最乐观的，而在低点时，投资者是最沮丧的。[28]"

大卫：但是我怎么知道什么时候投资者比较乐观，什么时候比较悲观？难道这不是非常主观的吗？

投资顾问：并不完全是。纽约新罗谢尔有一家公司——投资者情报局，该公司发布了一些长期适用的投资者情绪指标。在过去的40年里，总裁马歇尔·伯克和他的手下研究了很多的市场时事通讯，按照它们对市场未来走向的判断不同，把这些通讯分为牛市、熊市和中性3类。

根据投资者情报局公布的数据，我计算出了一个投资情绪指数，也就是牛市通讯占牛市通讯与熊市通讯(忽略中性报道)总量的比值。随后我又计算了一下股票在这些通讯发布之后的收益率。接着我把两者放在一起，作了一下研究。

我得到的结果显示在表19-1中，我想这可以作为投资者情绪指数的一个很好的预测参照指标。当投资者情绪指数比较高时，随后的市场收益率就会比较低，而当情绪指数比较低时，随后的市场收益率却高于平均水平。这个指数是随后9到12个月市场收益率的一个很好的预测指标。

表19-1 1970-2001年投资者信心和随后的道指价格收益率，情绪指数＝牛市通讯/(牛市通讯＋熊市通讯)，牛市和熊市通讯来源于纽约新罗谢尔的公司投资者情报局

1970-2001年		情绪通讯报导之后的年收益率 (1970年1月2日-2002年1月18日)/%			
情绪指数	频率/%	3个月	6个月	9个月	12个月
0.2~0.3	1.32	18.52	15.40	22.79	20.47
0.3~0.4	9.56	12.23	13.87	16.54	15.81

28 Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis (New York: McGraw-Hill, 1934), p. 12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

情绪指数	频率/%	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
0.4~0.5	17.33	19.74	15.06	13.25	13.71
0.5~0.6	28.57	15.72	13.63	11.62	10.70
0.6~0.7	25.46	11.78	8.63	8.07	7.54
0.7~0.8	12.49	11.76	7.30	7.45	7.21
0.8~0.9	4.54	- 0.40	0.31	- 2.85	- 1.51
0.9~1.0	0.72	- 1.65	- 4.78	- 9.98	- 10.94
总计	100.00	13.75	11.42	10.57	10.19

20 世纪 70 年代		情绪通讯报导之后的年收益率/%			
情绪指数	频率/%	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
0.2~0.3	2.30	14.36	3.49	16.58	12.96
0.3~0.4	11.88	2.12	8.96	15.14	11.81
0.4~0.5	16.28	0.93	0.92	- 0.35	1.66
0.5~0.6	20.50	11.04	7.25	3.22	3.55
0.6~0.7	16.67	8.97	6.21	3.12	3.09
0.7~0.8	20.31	12.66	4.00	3.01	2.36
0.8~0.9	9.77	- 7.17	- 6.19	- 5.46	- 6.84
0.9~1.0	2.30	- 1.65	- 4.78	- 9.98	- 10.94
总计	100.00	6.32	3.91	3.15	2.77%

20 世纪 80 年代		情绪通讯报导之后的年收益率/%			
情绪指数	频率/%	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
0.2~0.3	1.92	23.51	29.70	30.24	30.08
0.3~0.4	11.49	19.11	16.35	17.15	16.72
0.4~0.5	22.41	23.06	20.35	18.52	18.15
0.5~0.6	20.69	19.38	17.67	13.02	9.94

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

20 世纪 80 年代		情绪通讯报导之后的年收益率/%			
情绪指数	频率/%	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
0.6~0.7	20.31	19.73	11.06	11.08	8.85
0.7~0.8	18.39	10.13	11.16	12.48	12.42
0.8~0.9	4.79	13.41	13.56	2.49	9.34
0.9~1.0	0.00	NO DATA	NO DATA	NO DATA	NO DATA
总计	100.00	18.34	15.61	14.21	13.15

1990-2001 年		情绪通讯报导之后的年收益率/%			
情绪指数	频率/%	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
0.30-0.35	1.59	20.59	17.64	17.64	21.87
0.35-0.40	4.44	15.98	17.80	17.21	20.42
0.40-0.45	6.35	27.50	22.34	21.81	23.11
0.45-0.50	7.62	39.20	21.55	17.80	16.89
0.5-0.55	20.48	21.55	18.68	16.82	15.80
0.55-0.60	21.43	11.84	11.85	12.70	12.57
0.60-0.65	24.76	9.32	8.67	10.14	9.40
0.65-0.70	12.22	6.88	7.55	4.54	7.32
0.70-0.75	0.95	21.73	4.34	6.91	10.56
0.75-0.80	0.16	11.84	3.30	－1.04	0.74
总计	100.00	15.61	13.24	13.15	13.46

大卫：在伯克所检测的过去 40 年里，这一指标一直具备其预测功效吗？

投资顾问：在一些限制条件下是这样的。从 1990 年开始，这个指数对 3 个月期收益率的预测并不准确，而对长期预测尤其是9到12个月期的预测是非常有效。

图 19-1 反映了从 1986 年开始的投资者情绪指数。与 1987 年 10 月股市大崩盘相应的是投资者的悲观情绪。在接下来的几年里，只要市场有所下滑，像 1988

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 5 月和 1990 年 2 月那样，投资者就会担心会再次发生股市崩盘，情绪会飞快下降。在伊拉克入侵科威特、1994 年债市大跌、1997 年 10 月亚洲金融危机、1998 年夏末长期资产管理抽资和 2001 年 9 月恐怖袭击事件发生后，这一指数都曾降到 50%以下，而这些时期正好都是投资的绝佳时机。

从 1998 年 10 月到 2001 年 9 月，情绪指数一直保持在 50%以上，这是该指数 40 年历史中保持时间最长的一次。而且非常有趣的是，2000 年和 2001 年前半年股市虽然出现了衰退和熊市，但情绪指数却依然保持在 50%以上。这就意味着熊市仍未结束。这之后，情绪指数第一次降到 50%以下是在纽约和华盛顿恐怖袭击事件发生之后，而这被证明又是一个绝好的短期购买时机。

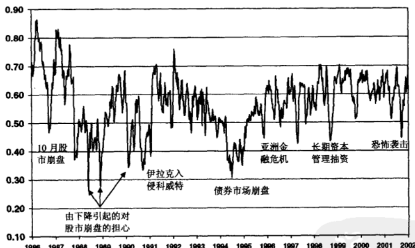


图 19-1 投资者情绪指数

在研究中发现，当投资者情绪下降时，利用期权价格计算的衡量市场内在波动性的波动率指数(VIX)会上升。[29] 投资者对市场的焦虑程度可以通过期权的期权费来衡量，而投资者的焦虑与其对市场可能出现熊市的担心是紧密相关的。

29 关于波动指数的讨论请参见第 16 章。比较图 19-1 和图 16-4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：还有其他衡量投资者情绪的指标吗？

投资顾问：美林公司的数量和股票研究总监理查德·伯恩斯坦在投资组合经理推荐的组合分配基础之上研究出了另一个类似的情绪指数。当他们推荐的投资组合分配中股票比例下降到50%以下，意味着投资者对股票市场前景感到非常悲观时，随后的股票收益率会比较高。伯恩斯坦称这一指数是他所有数量指标中最有效的股市择时晴雨表。在过去的 12 年里，当投资组合中股票比例下降到 50%以下时，一年期股票收益率超过 20%。

“失宠”股票和道 10 策略

大卫：您能使用逆向投资策略来选择个股吗？

投资顾问：可以。逆向投资者认为影响总体市场的乐观和悲观情绪同样可以影响个股。因此，购买“失宠”股票可能会是一个赢利策略。

Werner De Bondt 和 Richard Thaler 考察了过去赢利和损失的投资组合，来检验投资者是否会受近期收益率的影响而对未来收益过分乐观或者悲观。[30] 股票投资组合是否赢利是以 5 年为期来分析的。过去 5 年赢利的股票可能随后落后于市场 10 个百分点，而过去损失的股票随后可能会超过市场 30%。

至于这个策略在选择个股时为什么有效，这与我们前面提到的人们普遍存在的直观推断倾向有关。人们过分依赖目前行情去预测股票未来表现。简单来说，人们在股票业绩比较好的时候，过分乐观，而在业绩不好的时候，又过分悲观。

基于“失宠”股票的投资策略被称为“道指倒霉蛋（dogs of the Dow）”或者“道 10 策略”。

大卫：我听说过道 10 策略。您能告诉我详细内容吗？

投资顾问：道 10 策略被看作是有史以来最成功的投资策略之一。《华盛顿邮

30 Werner De Bondt and Richard H. Thaler. “Does the Stock Market Overreact?” Journal of Finance 49 (3)(1985):793–805.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报》的克莱斯曼称克利夫兰的投资顾问、作家 John Slatter 在 20 世纪 80 年代提出了道 10 策略。[31] Harvey Knowles 和 Dama Petty 在 1992 年写的著作《股利投资者》以及 Michael O'Higgins 和 John Downes 的著作《跑赢道·琼斯指数》进一步普及了这一策略。

该策略认为投资者应该购买道·琼斯工业平均指数中股利最高的 10 支股票。由于公司很少会缩减现金股利，所以具有高股息率的股票通常是那些价格已经下降并且已经失宠的股票。由于这个原因，道 10 策略经常被称为“道指倒霉蛋”。

表 19-2 把投资于道 10 以及道·琼斯工业平均指数和标准普尔 500 指数的复利年收益率作了一个比较。从 1928 年到 2001 年，道 10 的平均复利收益率为每年 12.90%，比平均分配的道 30(所有道股的收益率)高 1.52%，比标准普尔 500 指数高 2.19%。

表 19-2 道 10 策略与标准基准之比较：复利收益率(圆括号中是标准差：策略：从 12 月 31 日开始持有道股中股利最高的 10 只股票，持有 1 年)

	道指 10/%	道指/%	标普 500
1928-2001	12.90(21.8)	11.38(22.4)	10.71(20.3)
1940-2001	15.45(18.1)	12.71(16.2)	12.46(16.8)
1970-2001	16.31(15.8)	13.02(16.0)	12.39(16.5)
1930s	-1.04	2.23	-0.05
1940s	12.62	9.73	9.17
1950s	20.38	19.24	19.35
1960s	9.18	6.66	7.81
1970s	13.32	6.79	5.86
1980s	21.78	18.59	17.55
1990s	17.15	17.45	18.61
2000-2001	-2.10	-4.94	-9.22

31 John R. Dorfman, "Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners," Wall Street Journal, August 11, 1988, p. C2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：这一策略这些年来一直有效吗？

投资顾问：是的。除了 20 世纪 30 年代和 90 年代之外，道 10 策略在其他每一个 10 年里的业绩一直好于道 30 和标准普尔 500 指数。而 20 世纪 90 年代道 10 业绩之所以不如标准普尔 500 指数的惟一原因在于 1999 年，这一年是道 10 策略业绩最差的一年，收益率比标准普尔 500 指数低出 18.34%。

从 20 世纪 30 年代开始，道 10 策略在 62 年中，有 43 年的业绩好于道 30。而在业绩不如道 30 的 19 年中，有 11 年低于道 30 不超过 2%。只有 4 年低于道 30 超过 5%，最差的一年出现在 1999 年，当时出现技术股热潮，价值股“失宠”。相反，在道 10 业绩好于道 30 的 43 年中有 9 年收益率高出道 30 超过 10%。

也许您会认为道 10 之所以会有这么高的收益率是因为承担了更高的风险，但事实并不是这样。事实上，道 10 年收益率的标准差低于道 30，而只比标准普尔 500 指数略高一点。而且道 10 在 1973-1974 年的大熊市时期的业绩也非常好。这两年，当道 30 损失 26.5%，标准普尔 500 指数下降 37.3%时，道 10 却获得了 2.9% 的收益。

大卫：难道从道股中挑选这些高股息率的股票不会影响道・琼斯工业平均指数吗？

投资顾问：不一定。这些股票之所以会影响道・琼斯工业平均指数是因为这些股票代表一部分优秀的“幸存”公司。我们可以用数字来说明选择亏损企业而不选择那些不可能陷入财务危机的企业的这种逆向投资策略业绩比较好。道・琼斯公司选择道・琼斯工业平均指数成份股的编辑们看起来具有出众的投资能力。[32] 道・琼斯工业平均指数要比很难超过的标准普尔 500 指数的收益率高。

大卫：那么我怎样具体执行道 10 策略呢？

投资顾问：执行该策略主要有两种方式。您可以自行购买股息率最高的道股，也可以通过单位投资信托来购买，经纪公司出售单位投资信托。后者可能更方便一些，但是其酬金可能会高达 2%或更多，相当于抵消了大部分（如果不是全部的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话)该策略带来的历史优势。[33]

这里给您一个重要的提示：道10策略在1月份的业绩最好，所以在年末购买，执行道10策略最明智。

大卫： 那为什么道10在1月份的业绩最好呢？

投资顾问： 我们前面已经讨论过投资者是多么想规避损失。也就是说，他们有一种卖掉赢利股而持有损失股的倾向。而12月是惟一投资者卖出股票受到损失大于获得收益的惟一月份。[34]

这很可能是因为投资者给自己制定了一个规则，在12月份核算投资组合损益，同时出于税收考虑在12月份剔除损失。换句话说，在心理上，投资者更愿意在12月份接受自己的账户为亏损，而在其他月份轧平头寸就是他们最基本的目标。

大卫： 您认为道10策略未来的业绩会像从前那样好吗？

投资顾问： 也许不会。当一个好的策略被广泛宣传后，它常常就不起作用了。道10策略连续有效发挥作用6年后，于1996年达到了高峰。1997到1998年该策略逐渐下滑，1999年受到重创，而当年成长股大行其势。该策略的业绩在2000年和2001年又轻松超过标准普尔500指数，但这并没有能够抵消它在1999年的损失。

已经有数亿美元投入道10策略，专家称资金还在不断注入。资金的不断流入将会推动这些股票价格上涨，同时将抵消道10或者其他类似策略未来的优势。记住一点，那就是：历史收益(也包括历史风险)将会因为投资者的不断利用而逐渐消失。

大卫： 您今天给我上的这一课中有很多东西值得我采纳。看起来我好像陷入了很多行为陷阱。不过令人感到欣慰的是还有很多像我一样的人，而您的建议已

32 《华尔街日报》的总编辑是挑选道股的主要负责人之一。

33 没有针对道10的共同基金，因为证券交易委员会(SEC)要求开放式(可赎回)共同基金包含的股票要超过10支。不过有一些由标准普尔500指数股票和道10股票组成的共同基金。

34 Odean, Journal of Finance (1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经帮助了很多其他投资者。

投资顾问：他们不仅得到了帮助，还取得了成功。对很多人来说，在投资上取得成功所需的知识要比在工作中和人际关系上取得成功所需的知识深得多。华尔街那句古老的格言说得好："在股市中找到自己的位置需要付出很大的代价。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第Ⅴ部分

通过股票积累财富

第 20 章　基金业绩、指数化和跑赢市场

第 21 章　构造长期增长型投资组合



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章

基金业绩、指数化和跑赢市场

我对分析师的能力没什么信心，并不觉得他们能挑出表现优于平均水准的个股，更不要说那些没受过专业训练的投资者了。因此，我为标准的投资组合多少应该按照道·琼斯工业平均指数来规划。

——本杰明·格雷厄姆[1]

机构投资者本身实际上就是市场……在这种情况下，他们怎样才能使业绩优于市场一般水平？

——查尔斯·道·埃利斯[2]

华尔街有一个著名的故事。两个大型股票基金经理同时到一个国家公园露营。当他们两个把帐篷搭起来后，第一个经理对第二个经理说：“我听说我们这块营地有黑熊出没，公园管理员警告大家要小心提防。”第二个经理听了以后，笑着说道：“我不担心；因为我跑的非常快。”第一个经理摇了摇头，说：“您怎么

1 Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1996), p. 273.
2 Charles D. Ellis, "The Loser's Game," *Financial Analysis Journal* (July–August 1975).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能比熊跑得快呢？听说它们在捕食的时候，时速可以达到每小时 25 英里！”第二个经理回答道：“我当然跑不过熊了，但重要的是我可以跑得过您！”

在竞争非常激烈的资金管理界，衡量基金经理的业绩不是看他的绝对收益，而是看他的业绩与一些基准的差距。这些基准包括标准普尔 500 股票指数、Wilshire5000 指数、罗素指数(Russell indexes)以及华尔街最近“流行”的其他指数。投资不同于其他任何活动。在其他活动上，大多数人如果不经过长期训练，无法达到平均水平。而投资则不同，在股票市场即使没有经过任何训练，业绩也可以做到与一般投资者一样好。

上述这个观点看起来可能有点不可思议，但其原理非常简单：由于市场上所有投资者的资产总和肯定等于市场总量，所以从定义上来讲，整个市场的业绩就是所有投资者的平均业绩。所以，只要有一个投资者的业绩好于市场平均水平，就至少会有一个投资者的业绩不如市场平均水平。那么，如果能够赶上整个市场的业绩，就可以保证得到至少不差于平均水平的业绩。

怎样才能够赶上整个市场的业绩？对于一般投资者而言，这一目标目前很难实现。没有人有能力持有所有美国股票交易所挂牌交易的 10,000 家公司的股票。过去 10 年里，指数共同基金和交易所交易基金(ETF)做到了与主要股指相匹配，也因此得到飞快发展。现在，一般投资者只需支付很低的成本和非常少的投资就可以使自己的股票与一系列包含多种股票的市场指数相匹配。

股票共同基金的业绩

很多人声称努力争取市场平均业绩并不是最好的策略。如果市场上有足够多的投资者信息不灵，业绩一贯不如市场平均水平，那么通过研究上市公司和求助于活跃的基金经理，就很有可能获得超过市场平均水平的业绩。

遗憾的是，过去 10 年里，大多数这种活跃基金并没有取得能够支持这一观点的业绩。表 20-1 表明从 1971 年 1 月到 2001 年 10 月，股票共同基金的平均收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率仅为 10.27%，比 Wilshire5000 指数低 1.37%，比标准普尔指数低 1.64%。[3]

由于这些数据中存在与生俱来的"生存偏差"(survivorship bias)，共同基金的长期收益很难衡量。之所以存在生存偏差是因为业绩不好的基金寿命常常比较短暂，而只有那些最成功的基金才能留下长期记录。这就使得基金长期收益率指数被高估。表 20-1 表明这些幸存基金的收益率比所有基金的平均收益率高 1.08%，但仍然低于市场平均水平。

表 20-1　股票共同基金和基准收益率：复利年收益率(扣除销售和赎回费用)，1971 年 1 月~2001 年 10 月(括号中是标准差)

	所有基金	"幸存"基金	Wilshire 5000	标普 500	小盘股	所有基金减 Wilshire5000	"幸存"基金减 Wilshire 5000
1971-2001	10.72% (16.9%)	11.80% (16.8%)	12.09% (17.6%)	12.36% (17.1%)	13.93% (22.8%)	-1.37%	-0.29%
1975-1983	18.83% (12.9%)	19.97% (13.1%)	17.94% (15.0%)	15.74% (15.5%)	35.32% (14.3%)	0.89%	2.03%
1984-2001	11.47% (15.3%)	12.13% (14.8%)	13.63% (16.2%)	14.82% (15.8%)	10.10% (18.2%)	-2.15%	-1.50%

1975-1983 年间，小盘股获得 35.32%的惊人收益率，一般共同基金的业绩也的确超过了 Wilshire5000 和标准普尔 500 指数。当小盘股业绩优于大盘股时，股票共同基金总体业绩之所以比较好的原因是很多基金经理试图通过购买中小公司的股票来获得高于一般水平的收益率。而自从 1983 年开始，小盘股的业绩一直不如大盘股，一般共同基金的业绩也随之下降，低于 Wilshire5000 指数 2 个百分点以上，低于标准普尔 500 指数 3 个百分点以上。

3 基金数据由先锋集团Lipper Analytical Services提供。参见John C. Bogle, *Bogle on Mutual Funds* (Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1994)，其中有关于这些数据的描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 20-1 显示了一般股票基金业绩优于 Wilshire5000 和标准普尔 500 指数业绩的比重。在这 29 年里，共同基金的业绩只有 9 年优于 Wilshire5000 指数，而其他年份均不如 Wilshire5000 指数。这 9 年中有 8 年出现在小盘股业绩优于大盘股的期间。从 1982 年开始，只有 1990、1993 和 2000 年 3 年，股票共同基金的平均收益高于市场平均水平。[4]

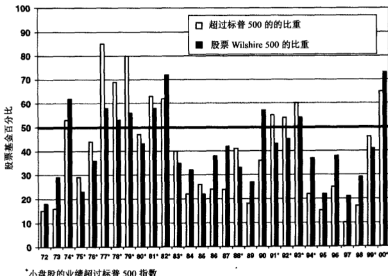


图 20-1 业绩超过标普 500 和 Wilshire5000 指数的一般股票基金的年百分比

（扣除销售和赎回费用）

共同基金的业绩欠佳始于 20 世纪 70 年代。1970 年，贝克尔证券公司整理编纂的公司养老金基金经理的业绩记录震动了华尔街。贝克尔公司用数据证明共同基金的平均收益比标准普尔 500 股指收益率低 1%，而且仅有 1/4 的基金经理业绩

4 这些数据虽然已经表明共同基金的业绩比较差，但事实上这些数据仍然夸大了股票基金的平均业绩。因为这些共同基金业绩忽略了很多基金都征收的销售和赎回费用（前置和后置费用），所以事实上，大多数共同基金的收益率将会比这里所提到的更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优于市场平均水平。[5]这一研究结果与威廉·夏普和马歇尔·詹森等人的学术论文观点相一致，他们也认为股票共同基金业绩不好。[6]

图 20-2a 显示了从 1971 年开始一直幸存的 171 支共同基金与 Wilshire5000 股指收益率差距的分布状况，图 20-2b 内容与图 20-2a 大致相同，只不过时间是从 1984 年开始，也就是剔除了 1975-1983 年这段小盘股业绩比较好的时间。[7]图 20-2 中还包括假设平均收益率等于 Wilshire5000 股指收益率的基金收益的理论分布图。[8]

在过去 29 年一直幸存的这 171 支基金中只有 75 支，或者说 44%业绩超过 Wilshire5000 股指。仅有 19 支，或者说 1/9 的基金收益率每年能够比市场平均水平高 1%，而在 171 支中仅有 12 支或者说 7%能够超出市场平均水平 2%。[9] 而在人们的随机业绩期望中这一比重分别为 37%和 25%。与此形成鲜明对比的是，有 63%以上的基金收益率比市场平均水平低 1%以上，有 75 支或者说 44%比市场平均水平低 2%以上。

1984-2001 年，共同基金业绩非常差。这是因为在这一时期，标准普尔 500 指数的业绩好于中小盘股。正如图 20-2b 中所示，这一时期，276 支幸存基金中仅有 39 支业绩超过 Wilshire5000 股指，而有大约一半的基金业绩比市场平均水平每年至少低 2%。

虽然股票共同基金总体上业绩不佳，但也存在一些收益很高的基金。整个时期业绩最好的共同基金是富达基金有限公司的麦哲伦基金，该基金 1971 到 2001 年间平均收益率为 18.3%，每年比市场平均水平高 6%。获得这么高收益率全凭运气的可能性为 1∶50。也就是说那个时期存活的 171 支基金中，应该有 3 支基金

---

5 Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1990), p. 362.

6 请参见 Richard A. Ippolito, "On Studies of Mutual Fund Performance, 1962–1991," *Financial Analysts Journal* (January–February 1993):42–50。本文对共同基金的有关研究作了中肯的评价。

7 这些幸存基金的数据由 Supper Analytical Services 提供。

8 假定期望收益率与 Wilshire5000 股指相等。Wilshire5000 股指在这一时期（以年度数据来衡量）的年平均标准差为 16.7%。一般共同基金的标准差略高一些，假定为 18.1%，相关系数为 0.87。

9 前面已经提到，这些业绩指标不包括赎回费用，或者前置（有时候是后置）费用和佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以全靠运气就可获得像麦哲伦基金这样高的收益率。

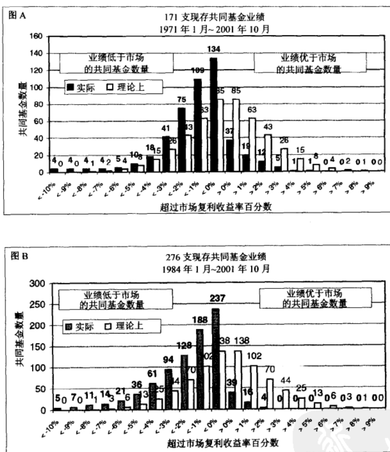


图20-2 现存的共同基金的业绩与Wilshire5000指数的关系

然而，单靠运气绝对不可能解释1977到1990年间麦哲伦基金的出色业绩。这一时期，具有传奇色彩的股票投资家彼得·林奇运作麦哲伦基金，在他运作该基金的这段时间，业绩不可思议地平均每年超出市场平均水平13%。不可否认，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得如此高收益率的确冒了极大的风险[10]，但这绝不是运气，因为只凭运气就能让麦哲伦基金在 14 年超越 Wilshire5000 股指的可能性仅为 1：500000。

寻找高明的基金经理

毫无疑问，我们可以认为麦哲伦基金在林奇年代的出众业绩是基于其高超的选股能力。而对于一般的基金经理而言，我们就很难非常确定地判断高额收益率究竟是因为投资能力还是运气。表 20-2 计算出了选股能力在一般水平之上的基金经理获得优于市场平均水平收益率的可能性。[11]

计算出来的结果非常令人吃惊。即使基金经理所选股票的期望年收益率比市场平均水平高 1%，在 10 年后基金经理业绩超过市场平均水平的可能性也不高于 55%，在 30 年后，可能性也仅能上升到 72%。如果基金经理所选股票的期望年收益率比市场平均水平高 2%，10 年后业绩超过市场平均水平的可能性也仅为 75%。这也就是说仍存在 1/4 的可能性，基金经理的业绩会低于市场平均水平的可能性仍有 1/4。表 20-2 说明确定某优秀基金经理能获得超额收益所需的时间显然将会比投资者判断基金经理真实能力的试用期要长。

表 20-2 超越 Wilshire5000 的可能性(假设：原始期望收益率＝11.3%；标准差＝16.7%；相关系数＝0.87。这些假设基于 1971-2001 年的数据)

期望超额收益率	持有期(年数) 1	2	3	5	10	20	30
1%	54.2%	55.9%	57.3%	59.3%	63.1%	28.2%	71.9%
2%	58.3%	61.7%	64.2%	68.1%	74.7%	82.6%	87.5%
3%	62.3%	67.2%	70.7%	75.9%	84.0%	92.0%	95.7%

10 林奇时期麦哲伦基金的标准差为 21~38%，此时 Wilshire5000 股指的标准差为 13.88%，而麦哲伦基金与 Wilshire5000 股指的相关系数为 0.86。

11 一般认为，基金经理使客户承担的风险等于市场风险，收益率与市场收益率的相关系数为 0.88，这是自 1971 年以来股票共同基金一直使用的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

期望超额收益率	持有期(年数)						
	1	2	3	5	10	20	30
4%	66.2%	72.2%	76.5%	82.4%	90.6%	96.9%	98.9%
5%	69.8%	76.8%	81.6%	87.7%	95.0%	99.0%	99.7%

而判断出一个基金经理业绩不佳同样非常困难。事实上，一个基金经理的业绩必须连续 15 年低于市场平均水平，我们才可以在统计上认为(指有 20 次做错，而只有不多于 1 次做对)该基金经理能力确实比较差，而不仅仅是因为运气不好。也就是说，您委托给该基金经理的资产 15 年后的价值将仅相当于您把资产与市场指数挂钩所获价值的一半。

即使是非常极端的例子也很难确定。也许您会认为如果某基金经理年收益率能够比市场平均水平高 5%的话(自 1970 年以来只有麦哲伦基金取得过如此骄人的业绩)，将会很容易也会很快显露出来。但事实上却不一定。因为 1 年后，该基金经理业绩超过市场平均水平的可能性仅为 70%，而两年后也仅为 76.8%。

假定您给年轻而且仍未被发现的彼得·林奇(长期来看，他取得了平均年收益率高出市场平均水平 5%的成绩)一个最后通牒—— 如果两年后业绩低于市场平均水平便解雇他。表 20-2 表明两年后他的业绩超过市场平均水平的可能性仅为 76.8%。这意味着他的业绩低于市场平均水平的可能仍有 1/4，而且您可能会认为这位伟大的基金经理选股能力欠佳而解雇他。

基金业绩欠佳的原因

基金总体收益相对于市场平均水平欠佳不是因为这些基金经理选择了亏损股。基金收益率低于基准的主要原因在于基金要支付平均 2%的额外费用和交易成本。首先，为了追求超额收益，基金经理要频繁买卖股票，这就涉及到经纪人佣金和买卖差价的问题。第二，投资者要给出售这些基金的机构或者个人支付管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理费用(可能还会有销售费和赎回费)。最后，在激烈的竞争环境中，基金经理的选股能力一个比一个强。而正如前所述，不可能每一个经理的收益率都比市场平均水平高——因为只要有人的收益率高于平均水平，就肯定会有其他一些人的收益率低于平均水平。

一知半解是非常危险的事

在研究中，我们发现一件非常有趣的事情，那就是那些对股票评估只懂一点点的投资者的业绩比那些一点都不懂的投资者的业绩要差。举个例子来说，现在有一个新手——一个刚刚开始学习怎样评估股票的投资者。这个投资者也就是那些《怎样战胜股市》（How to Beat the Market）之类的书的读者之一。如果新闻报导某公司获得高收益，这个新手认为这个好消息会使该公司股价上升。当股价还没有上升到他认为的价位时，他可能会认为股价还会上升更多，所以他就会购买该股票。

而资深投资者则不同，他们可能会认为某种特定的环境促使该公司收益增加，而这种特定的环境将来可能不会再出现。资深投资者意识到该股票可能一点都不会上涨，所以非常愿意把手中的股票卖给新手。资深投资者通过他们的专业知识来赚钱。他们赚取那些自认为发现了赚钱好机会的新手的钱。而那些可能根本不知道该公司收益是怎么一回事，一点知识都没有的投资者反而会比那些刚开始学习股票评估的投资者做得好。

“一知半解是非常危险的事”这句话非常适用于金融市场。许多股票(或者大多数其他金融资产)价格看起来比较异常就是由于资深投资者的交易导致的，他们可以获得一般投资者不容易得到的特殊消息。当某支股票价格看起来过低或者过高时，那种简单的解释——情绪化或者无知的交易商对该股票定价错误——往往是错的。大多数(当然不是全部)时候，某股票之所以是那个价格有其自身原因。这也就是为什么刚开始购买个股的新手通过自己的研究进行投资往往非常失败的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因。

从信息充分的交易中获利

毫无疑问，新手会变得越来越老道，这时候他可能会发现一些的确低估或者高估的股票。交易这些股票可以在一定程度上抵消他们的交易成本以及以前交易失败带来的损失。如果一个新手能够逐渐掌握足以抵消交易成本的情况，还很可能获得超过市场平均水平的收益。当然，这里说的只是可能，因为实际中能够持续获得超额收益的投资者非常少。而对于那些没有花很多时间去分析股票的个人来说，持续获得超额收益的可能性是极小的。

选取赢利股和避免损失股表面上看起来非常简单，以至于很多投资者交易非常频繁。第 19 章中已经提到，人们有一种内在倾向：容易认为自己比一般人优秀，自己的表现比一般人好。而很多投资者也错误地认为自己比其他投资者聪明。而事实上，投资领域吸引了一部分世界上最聪明的人。所以即使是和其他投资者一样聪明也是不够的，因为交易成本的存在会抵消一部分收益，如果在发现赢利股上只具备一般的能力，最终的收益也会低于市场平均水平。

1975 年，格林伍德公司的经营合伙人查尔斯・道・埃利斯写了一篇非常具有影响的文章——《失败者的游戏》。在这篇文章中，他提到，如果考虑交易成本的话，一般的基金经理的经营业绩必须要超出市场平均水平一定的幅度，而即便这些经理是市场的庄家，也很难实现这一超额收益。埃利斯总结说："投资经理常常提到要超过市场平均水平，但事实上并非如此，不是他们跑赢市场，而是市场击败他们。"[12]

---

12 Charles D. Ellis, "The Loser's Game," *Financial Analysts Journal* (July–August 1975):19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本对收益的影响

每年 2%或 3%的交易成本与管理费相对于市场行情每年的波动幅度而言，可能算不了什么；而对于那些旨在获得 20%或 30%年收益率的投资者而言，看起来可能也并不多。但这些成本对于财富的长期积累却非常有害。二战后，股票的平均名义收益率为 11%，如果以该复利投资 1,000 美元，30 年后将会获得 23,000 美元。每年扣除 1%的成本，将会使最终收益减少近 1/3。如果成本为每年 3%，最终将只能获得 10,000 美元，这比市场平均收益的一半还少。每年增加 1%的额外成本，一个 25 岁的投资者可能就要比没有该额外成本时晚退休 2 年。

指数化和消极投资

积极买卖的基金相对于基准指数而言业绩欠佳，很多投资者开始认为这意味着只要基金收益能够达到某一主要市场指数的收益水平就已经够好了。因此，20 世纪 90 年代，“消极投资”开始发展起来，消极投资惟一的目标就是使自己的投资与某一指数相匹配。

最早、最具影响力的指数基金是先锋 500 指数基金。[13] 该基金由 John Bogle 创立，1976 年初次发行时只筹集到 11,400,000 美元，当时没有几个人认为这种投资理念会取得成功。但随着时间的发展，指数化逐渐得到了很多人的认可，该基金也获得了发展的动力，到 1995 年底该基金总额达到 170 亿美元。

20 世纪 90 年代牛市后期，指数化飞速发展。2000 年 3 月，标准普尔 500 指数达到了最高点。先锋指数成为世界上最大的股票基金。资产总额超过 1000 亿。指数化如此受欢迎以至于 1999 年的前 6 个月，接近 70%的资金流向了指数基金。[14]

13 在先锋 500 指数基金在创立 5 年前，Wells Fargo 创立了个股比重相等的指数基金“散镇那特”（译为炸药），但是，该基金的盘子一直比较小。

14 Heather Bell, “Vanguard 500 Turns 25, Legacy in Passive Investing,” *Journal of Index Issues* (fourth quarter 2001): 8–10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金的一大卖点是它的成本非常低。先锋 500 指数基金一年的总成本仅为市场价格的 0.18%(对于大投资者而言则更低)。而更引人注目的是过去 5 年，该基金的平均收益率超过了市场指数。[15]1976 年该指数创立以来，它的业绩超过了大多数“幸存”股票共同基金，即使在小盘股收益大增，相对损害大盘股业绩的 1975-1983 年间也不例外。

交易所交易基金(ETF)进一步推动了指数化的发展。ETF 是由标准普尔 500 和其他指数成份股组成的一篮子股票，可以像个股一样频繁交易。[16]2001 年末，ETF 的估计价值超过 1000 亿美元，比先锋 500 指数基金价值高。

指数化的潜在缺陷

指数化的发展尤其是与标准普尔 500 指数相联系的那些基金可能会给指数投资者的未来收益带来麻烦。原因非常简单。如果某公司股票被纳入标准普尔 500 指数的成份股，促使了该股价上升，指数投资者最终将会持有高估的股票，从而未来收益便会降低。

股价高估的一个极端例子是著名的网络股—— 雅虎。1999 年该股票被纳入标准普尔 500 指数体系。图 20-3 描述了雅虎股价这一时期的变化情况。标准普尔公司在 11 月 30 日交易结束后，宣布雅虎将在 12 月 8 日被正式纳入标准普尔 500 指数。第二天早晨开市时，雅虎股价就上升了 9 美元，达到 115 美元，随后又一路飙升，12 月 7 日达到 174 美元。而指数基金为了与指数相匹配，必须在 12 月 7 日购买雅虎股票。从宣布到正式纳入，仅仅隔了 5 个交易日，股价便上升了 64%。这 5 天的平均交易量为 37,000,000 股，比前 30 天平均交易量的 3 倍还多。12 月 7 日，在指数基金不得不购买雅虎股票时，雅虎股票的交易量为 132,000,000 股，

15 该基金之所以可以取得这样的成绩是因为它使用了一些所有权交易技术，而且还可以获得贷出投资组合的利息收入。

16 第 15 章对 ETF 有详细描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值 220 亿美元。

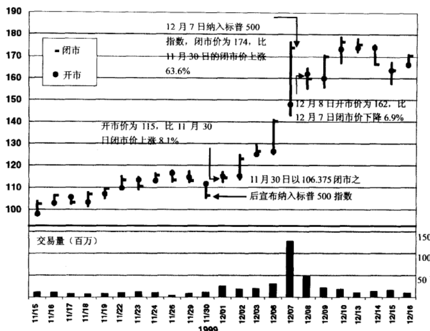


图 20-3 雅虎被纳入标普 500 指数

实际上，只要有股票被纳入指数，就会发生这样的事情，当然，股价上升的平均水平要比雅虎股价低得多。标准普尔公司于 2000 年 9 月发布了一项关于标准普尔指数纳入新股如何影响股价的研究报告。[17] 研究报告显示，从宣布到正式纳入新股于标准普尔 500 指数，股价平均上涨 8.49%。在纳入后的 10 天内，这些股票价格平均下降 3.23%，或者说以前上涨幅度的 1/3。但是宣布纳入新股之后一年，股价又会回升，相对于纳入前，纳入后新股股价平均上涨幅度会达到 8.98%。所

17 参见Roger J. Bos, "Event Study: Quantifying the Effect of Being Added to an S&P Index,"（标准普尔公司2000年9月研究报告）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有这些股价的上升和下降都是因为总体市场的变化。

高估收益的影响

宣布日和执行日之间新股股价的上升被称为“进入溢价”，无论股价以后是否会下降，进入溢价都会给投资者带来损失。如果在被正式纳入并且基金已经购买新股后，股价回落，那么很显然指数基金投资者将会发生资本损失。

而即使股价不回落，指数基金投资者也仍然会受到损失。正如第 6 章所述，股票价格是公司未来现金流折现价值的代表。而很显然股票被纳入标准普尔 500 指数并不会增加公司现金流。[18] 因此，如果被纳入指数后，股价一直比较高，购买该股票的投资者收益就一定会下降。由于被纳入指数而导致股价上涨并且长期保持的这种增长被称为“永久溢价”。一般来说，进入溢价比永久溢价高，但是如果由于指数化的不断发展，指数基金越来越多，导致基金大量购买早已纳入指数的股票的话，情况则不同。

虽然总体来说，永久溢价比进入溢价小，但永久溢价对股东收益的负面影响却要大得多。进入溢价仅仅是在股票被纳入指数之时支付。过去 5 年，进入溢价对标准普尔 500 指数的影响平均下来为 5%。而永久溢价则不同，它将对所有指数成份股持续产生影响。

过去 10 年，平均进入溢价为 8.59%，不过进入溢价呈现出逐渐上升趋势。[19] 而且，有证据表明由于交易商的投机行为，即将被纳入标准普尔指数的股票在宣布纳入之前，股价就已经被抬得很高，出现溢价。所以，8.59%可以被认为是近

18 有人认为被纳入标准普尔指数，是对公司财力的肯定，也是公司未来将会获得更高收益的信号。请参见 Upinder Dhillon and Herb Johnson, “Changes in the Standard and Poor's 500 List,” *Journal of Business* (1991): 75–85。不过这种说法遭到了质疑。请参见 Aditya Kaul, Vikas Mehrotra, and Randall Morck, “Demand Curves for Stocks Do Slope Down: New Evidence from an Index Weights Adjustment,” *Journal of Finance* (April 2000):893–913。

19 参见David M. Blitzer, “The S&P 500,” paper presented at the Indexing and ETF Summit, Broomfield,CO, March 26, 2001。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来进入溢价的最低限。

永久溢价的大小比较难衡量。与进入溢价不同，进入溢价可以用宣布日与执行日这段比较短时间股票的差价来衡量，而永久溢价却找不到一段合适的时间段来衡量。一些经济学家用同一股票进入标准普尔 500 指数之前和之后对股票估价的差异来衡量永久溢价，最终发现永久溢价居然高达 40%以上。[20] 不过，对于这一永久溢价水平还有很多争议，有人指出标准普尔 500 指数股票并没有被过度高估。[21] 不过，人们已经达成共识，那就是标准普尔指数这个基准既存在进入溢价，也存在永久溢价。[22]

在大多数投资者看来，指数基金购买某股票后，该股票价格上升是非常正常的事情。但是在一个有效市场这不会发生。如果某支股票或者某组股票被高估，就会有大量投资者卖空该(组)股票，从而股价就会下降到能够反映其真实价值的水平。但是套利资金是有限的。高估股票在其价格下降前存在继续被高估的风险，从而会限制卖空资金的数量。套利资金一般会流向短期收益更有把握的投资项目。

一些经济学家认为，由于标准普尔 500 指数成份股的高流动性，它们的价格始终存在溢价。[23] 这些股票的买卖差价比较小，而且机构投资者可以以接近市场价格的价格进行大规模交易，这可以充分说明它们的流动性非常高。而溢价可以被看作是由于流动性提高，从而使交易成本降低带来的贴现值。正如第 7 章所述，高流动性是整个市场卖出价比以前高的原因之一。流动性对短期投资者有利，而

---

20 参见 Randall Morck and Fan Yang, "The Mysterious Growing Value of S&P 500 Membership," NBER Working Paper 8654, Cambridge, MA, December 2001(马萨诸塞州坎布里奇国家经济研究局研究报告 8654 号，2001 年 12 月)该报告指出标准普尔 500 指数成份股被高估 46.6%，而高估与经济的全面指数化水平之间存在正相关关系。

21 参见 Burton Malkiel and Aleksander Radisich, "The Growth of Index Funds and the Pricing of Equity Securities," *Journal of Portfolio Management* (Winter 2001):9–21。

22 很多公司常常游说标准普尔公司，要求把它们的股票纳入标准普尔 500 指数，最近标准普尔公司决定把房地产投资信托(REIT)纳入指数，而这正是该信托公司不断游说的结果。很难相信那些经理们的主要目的不是使 REIT 股价上涨。

23 参见 Yakov Amihud and Haim Mendelson, starting with "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread," *Journal of Financial Economics* 17(1986):223–239。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对长期投资者不利。

股价高估对投资组合资产配置的影响

股票溢价对标准普尔 500 指数股票收益的影响很容易计算。表 20-3 反映了，假设与历史平均水平一致，标准普尔 500 指数中每年有 5%的股票被替换，股票年真实收益率为 7%的情况下，进入溢价和永久溢价对标准普尔 500 指数收益的影响。

表 20-3 由于溢价导致的标普 500 指数年收益的降低

永久溢价	进入溢价				
	0%	5%	10%	15%	20%
0%	0.00%	-0.25%	-0.49%	-0.70%	-0.42%
5%	-0.07%	-0.33%	-0.58%	-0.80%	-0.51%
10%	-0.10%	-0.38%	-0.64%	-0.87%	-0.56%
15%	-0.12%	-0.41%	-0.67%	-0.91%	-0.60%
20%	-0.11%	-0.41%	-0.69%	-0.94%	-0.61%

在前面提到的标准普尔公司的研究中，进入溢价平均为 8.5%，过去 10 年永久溢价平均为 5.25%。这些溢价导致标准普尔 500 指数组合收益率与没有溢价情况下相比，每年下降 51 基点。由于指数化的发展，溢价一直在上升，所以目前溢价对收益率的潜在影响可能会更大。

那么对于投资组合来说，这种标准普尔 500 指数收益率的下降究竟意味着什么？如果某投资者认为指数化基金的收益已经达到了最高点，那么在该投资者的组合中，标准普尔 500 指数成份股的比例可能就会下降，而其他股票（以 Wilshire4500 指数为代表）的比例会上升。[24] 不过，如果指数化进一步发展，标准

24 笔者的初步研究得出，在 8.5%的进入溢价和 5.25%的永久溢价下，投资组合中标准普尔 500 指数股的比重将从 82%降到 69%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普尔 500 指数成份股价格相对于其他股票价格就会上升，从而进一步推动指数投资者收益的增加。在这种情况下，标准普尔 500 指数仍将成为一个赢利投资组合。这就提示投资者要密切关注那些被纳入或者被排除出标准普尔 500 指数的公司。投资者还要提防指数化衰落可能带来的风险。[25]

结论

积极管理型的基金过去的业绩并不令人满意。大多数基金都要征收费用，使得投资者并不能获得超额收益，还严重影响了投资者的财富积累。而且，一个基金经理究竟是否优秀很难判断，因为运气在所有成功投资中发挥着作用。

把成本考虑进去后，大多数积极管理型的基金的业绩落后于基准指数。因为这个原因，过去 10 年，指数化得到了快速发展，近年来与指数相匹配的 ETF 数量不断增加。

不过，伴随着指数基金，尤其是那些与标准普尔 500 股指相联系的基金数量的增加，投资者的未来收益降低。这是因为如果某支股票被纳入某指数，在宣布日和执行日之间，股价会上升，产生进入溢价，而大多数进入溢价会持续下去，产生永久溢价。这些溢价会损害长期投资者的利益，因为股价上升后，投资于该股票的每一美元的未来现金流价值会下降。

对于那些进行大盘股交易试图获得高于市场平均水平收益的投资者或者资金经理来说，流行指数成份股流动性的提高可以在一定程度上抵消股价高估带来的负面影响。大盘股交易中买卖差价的降低可以提高他们的收益率。不过对于长期投资者来说，流动性显得并不重要。总之，投资者应该对指数化趋势有一个客观的认识，意识到被动投资的流行可能意味着指数未来收益的降低。

25 标准普尔公司的研究表明，标准普尔小盘股 600 指数以及标准普尔中盘股 400 指数也存在溢价，虽然他们比标准普尔 500 指数小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章

构造长期成长型投资组合

“长期”误导了现状。从长期来讲，我们都将难逃一死。如果在风雨飘摇的日子，经济学家只能告诉我们什么时候暴风雨会过去，什么时候大海会恢复平静的话，他们的任务也未免太过简单。

——约翰·梅纳德·凯恩斯[1]

我最喜欢的持有期是永远持有。

——沃伦·巴菲特[2]

没有人会和凯恩斯争论，反驳他所说的“我们都将难逃一死”。但是我们应当把长期趋势当作是当前行为的向导。那些能够在艰难环境下保持乐观精神、对未来充满憧憬的人最终很可能会获得成功。深信风雨过后大海将会风平浪静并不是毫无益处，它可以极大地鼓舞士气。

投资策略原则要以长期期望为向导，这一点非常重要。凯恩斯说得没错：“我

1 John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, (London: Macmillan, 1924), p. 80.
2 Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *US News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们对那些能够影响未来收益的因素了解得太浅薄，而且常常微不足道。”[3]但是，我们不能因为无法对长期怀有期望就否认它们的存在。有一句名言说得好：“最成功的人是那些当众人都迷失自我的时候，能够保持清醒头脑向前看的人。”这句话同样非常适用于投资决策。

长期投资原则

成为一个成功的长期投资者，理论上非常简单，但实际做起来却很不容易。理论上非常简单是因为：任何一个投资者，无论其智力、判断力或财务状况如何，都可以做到购买并持有一个多样化的股票组合(无须具备任何预测能力)。而在实际中比较困难是因为我们受制于很多情绪因素的影响。那些在短时间内从股票市场获得巨额收益的传奇故事诱使我们不断进行比长期投资要复杂很多的游戏。

那些紧盯股市的投资者常常会喊叫：“我就知道股价(或市场)会上涨！如果我按照自己的判断来行动的话，早就发财了！”“马后炮”式的想法常常会捉弄人。我们忘记了在决定不买入时的怀疑和犹豫。“事后诸葛亮”常常会使我们歪曲事实，容易促使我们凭直觉行事，认为自己猜透了其他投资者，而其他投资者反过来也会这样认为。

对于大多数投资者来说，试图跑赢市场常常带来灾难性的后果。因为我们承担了太大的风险，交易成本太高，而且我们的情绪还常常受到具体事件的影响——当股市下滑时悲观，股市上升时乐观。最终，我们失败地收场，我们的行为被误导，最终只能获得非常低的收益，而即使我们没有作为，只是呆在市场也同样可以获得相当的收益。

股票获得比较高的长期收益并不难，而且任何投资者都可以做到。下面列举的这些原则可以提高收益率，降低风险，既适用于新投资者，也适用于老投资者。

3 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Harcourt,Brace & World, 1965, First Harbinger Edition), p. 149.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 把对股票未来收益的期望降到合理的水平。股票市盈率的历史水平一般为 15 倍到 20 多倍，而目前有很多有利因素表明长期市盈率水平将会上升。在较高的市盈率水平下，未来多样化的普通股组合的平均收益率将仅为 5%~7%（剔除通货膨胀因素后），这一收益率水平仅等于或者略低于历史平均水平。

1982-1999 年股市经历了历史上最大的牛市。这一时期的收益率几乎达到了长期平均水平的两倍。如果投资者指望这种超额收益率持续下去的话，他们一定会失望。第 7 章列举了能够使市盈率比较高的有利因素。不过这种高市盈率在某种程度上意味着股票未来收益率将会下降。

未来通货膨胀率可能会在 2%~3%的范围内波动，这样一来，未剔除通货膨胀影响的股票收益率将为 7%~10%，仅为上一个牛市时期的一半。未来股票和债券收益率之间的差距相对于从前将会缩小，不过从长期来看，股票收益率仍将远远高于债券。

2. 在所有长期金融资产投资组合中，股票应当占据绝大部分比重。想要降低股票风险的长期投资者可以考虑选择新的政府通胀调整债券。

第 2 章提到投资组合构成取决于投资者的持有期，而持有期常常比大多数投资者所意识到的要长很多。通货膨胀率的不确定性使标准面值债券的长期风险更大。从历史经验来看，即使最保守的投资者也应该把大部分金融资产放在普通股上。

新的政府通胀调整债券的通货膨胀后收益率将很可能超过那些标准债券，而且从购买力上来讲，将会更加安全。虽然通胀调整债券目前的收益率仅为股票长期收益率的一半，但如果把考察期延长到 10 以上，这些债券的收益率将会比股票高出大约 1/4。担心股票风险的投资者可以考虑用这些债券替代股票。

3. 应该把投资组合中最大比例的奖金——股票组合中的核心持股——或者投资于高度多样化、低费用率的共同基金，或者投资于交易所交易基金（ETF），或者指数化的共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想获得本书所提到的收益率，投资者有必要持有一个高度多样化的股票组合。除非你可以持续选出高收益的股票(没有几个投资者能够实现这一目标)，最优的多样化组合就是按照占市场资本总额比重的大小，持有每一支股票。

20 世纪 90 年代末，ETF 和指数共同基金获得了持续增长和扩张。这两类资产的收益率与标准普尔 500 等主要市场指数的收益率非常接近。指数共同基金并不能跑赢市场，但以适当比例持有大量股票可以以非常低的成本与市场相匹配。这些基金大部分年费用率仅为 0.20%或者更低。指数基金的另一个优势是他们的换手率非常低，因此从税收上来讲，也很有优势。

第 20 章讲到从 1976 年开始，威尔夏 5000 指数的业绩比 2/3 的共同基金要好，在过去 15 年这一比例更高。持有指数基金每年都与市场指数相匹配，最终你实现的收益率将很可能接近人群中最高的。

4. 略提高国内股票组合中非标准普尔 500 指数成份股的比重。股票组合中小盘股和中盘股的比重应该超过 1/3。

与标准普尔 500 指数相联系的指数基金的飞速增加可能会降低这一基准指数的未来收益率。正如第 20 章讲到的那样，当某支股票被纳入标准普尔 500 指数后，该股票的价格会上升，从而产生不合理的溢价。因为指数基金必须以更高的价格购买这些股票，这就导致标准普尔 500 指数的长期收益率降低。但是，投资者也不能大幅降低标准普尔 500 指数的比重，因为如果指数化越来越流行的话，这些股票的价格将会上升到更高的水平，溢价会更大，从而标准普尔 500 指数的收益也会上升。

最宽泛的指数化股票组合——按市值比重投资于每一支股票——需要投资于数千支股票，所需资金将会非常大。为了模拟非标准普尔 500 指数成份股的收益率，小盘股指数基金选择了一篮子它们认为能够与小盘股指数匹配得非常好、具有代表性的股票。有一些小盘股共同基金和 ETF 试图与威尔夏 4500 指数(基本是所有非标准普尔 500 指数成份股)和罗素 2000 指数(资本额最大的 3000 支股票中较小的 2000 支股票)以及标准普尔 1000 指数(标准普尔 1500 指数中 400 支中盘股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 600 支小盘股)。那些不想既持有大盘股指数基金又持有小盘股指数基金的投资者，可以选择复制威尔夏 5000 指数(包含最广泛)的共同基金和 ETF。

投资于指数化的小盘股是否能够获得比从前投资于指数化的大盘股更高的收益率还有待讨论。但很显然小盘股市场更无效率，因为很少有分析师能够涉及到所有股票。所以，小盘和中盘股市场中的优秀资金经理更有可能获得超过一般水平的收益率。不过，请注意，因为这些基金的费用通常比较高，所以你选择最好的小盘股资金经理所获得的差别收益很容易被这些高额费用抵消。

5. 基于国别收益差别、投资于外国公司的国际多样化原则在弱化。而基于部门差别、投资外国公司的多样化原则在加强。随着各国公司不断开拓国际市场，投资者不应该按照公司总部所在地的不同来分配资产。也因为这个原因，世界范围内出现了按部门细分的基金，投资者可以关注一下这些基金。

国际多样化投资的最初动机是为了降低投资组合的总体风险。只要国际股票与美国股票之间的相关性比较低，就可以分散以美国为主体的投资者的风险。

第 10 章的分析表明投资者应该把大约 1/4 的资产投资于国别历史收益各不相同的外国股票。但是，有可靠证据表明国家间收益的相关性正在提高，这就使国际多样化投资的好处大打折扣。如果我们把未来收益限定在历史水平，并且认为收益相关性提高的趋势仍将持续下去，那就应该大幅降低分配在外国股票上的比重。

从当前情况来看，国际投资多样化过程中比较好的原则是投资于世界不同的行业，而不是投资于不同原产地。国家间的相关性在提高，世界经济行业间的相关性却在下降。

投资于国际股票有 3 种方式：一是投资于开放式共同基金，允许以投资组合的净资产价值向投资者买卖股票；二是投资于封闭式基金，像投资组合中的股票一样交易，由优秀的基金经理运作；三是投资于最新发明的非上市可交易股份(I 股)(巴克莱国际投资管理公司发行)，即投资于国外股票指数的集合基金。

巴克莱国际投资管理公司与标准普尔公司合作，最近发行了以下 5 个主要部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门的 I 股：能源、金融、卫生保健、技术和电信。这些基金包含的都是各个行业中居于国际领先地位的公司，基金中各公司的比重与其市场资本额相匹配。这些 I 股代表的是每个部门中国际知名公司在世界市场上的权重分配，而不是公司总部所在国。I 股可能很快会被引入到标准普尔指数中其他主要行业：非必需消费品、日常性消费吕、工业、原料和公用事业。这些 ETF 的费用率为每年 0.65%，比一些包含广泛的国际指数基金高，但却比传统的国际化投资组合低很多。[4]

对于小盘股而言，支持国际股票指数化的理由不如国内大盘股那么有说服力。这是因为国际股票定价更无效率，优秀的基金经理可以充分利用这一点。但是没有足够的证据来判断这些活跃的基金经理是否可以把高额费用抛除之后，还能给股东创造额外收益。

由于现在几乎 2/3 的世界资本都分布在美国之外的国际市场，所以任何一个多样化的投资组合必须包含国际股票。未来世界经济和市场毫无疑问将会更加趋向融合。没有一个国家可以控制所有市场，世界任何地方都可能出现行业领袖。所以仅仅投资于美国股票对长期投资者来说无疑是一个极具风险的策略。

6. 从历史收益率来看，大型价值股比大型成长股的收益率略高。市盈率超过 50 倍的大增长型股票很可能会令投资者失望。

第 8 章讲到从 1975 年开始，在标准普尔 500 指数成份股中，大型价值股的收益比大型成长股的收益每年高 1.86%。但是，从 1982 年大牛市开始，成长型和价值型投资者的累积收益率几乎是相同的，即使把 2000 年和 2001 年成长型股票大崩盘考虑在内也是如此。

第 9 章讲到平均市盈率超过 50 倍的“漂亮 50 股” 大型成长股的收益率比那些合理定价的大型成长股的收益率低很多。

大型成长股往往具有很高的市盈率，以期望于未来收益能够获得高额增长。

4 现在欧洲市场上有很多指数追踪产品在交易。巴克莱公司与膨博公司合作发行欧洲部门基金；美林发行“领导者”(Leaders 或 LDRS)，即在新泛欧阿姆斯特丹交易所交易的 13 种部门基金。到 2002 年 1 月为止，美国投资者还无权购买这些产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，1972 年的漂亮 50 股泡沫和 1999-2000 年的技术股泡沫给我们一个教训，那就是：一旦某公司资本份额在市场中达到大盘股地位，想要在未来取得两位数的增长率就会非常困难。没有几个市盈率超过 50 倍的大盘股能够在随后取得高额增长。但另一方面，如果能够在非常长的时期内保持比标准普尔 500 指数略高一点的增长率，30~50 倍的市盈率是可以接受的。

7. 从长期来看，小型价值股要比小型成长股的收益率高很多。所以，小盘股和中盘股比大盘股更具"价值型"偏向。尽量避免首次公开发行(IPO)，除非你能以发行价购买。

与大盘股不同，中盘和小盘价值股的收益率要比成长股的收益率高很多。梦想拥有微软或沃尔玛股票的愿望，往往迫使投资者为这些公司的新股多支付很多钱。极小型成长股是所有检测类型中业绩最差的。从 1963 年 7 月到 2000 年 12 月，小型价值股的年收益率比小型成长股的收益率几乎高出 17%。

如果能以发行价购买新股，购买通常是比较明智的。但是不要一直持有。首次公开发行，包括小型成长股在内，对于长期投资者来说业绩通常非常差。

8. 最充分地利用税款延迟账户(个人退休账户(IRA)、可延税的 401(k)退休基金和延期缴税退休金计划)。一般来说，把税款延迟账户投资于股票。如果股票组合总额超出税款延迟账户限额，就在税款延迟账户中持有高股息(或价值型)股票，在应税账户中持有低股息(或成长型)股票。但是，也不要仅仅为了掩蔽高股利而使税款延迟账户中高股利股票的比重过大。

第 4 章讲到税收可能会减少投资组合的收益。我们可以通过建立税收延迟账户从而累积税前收益使税收损失达到最小。投资于股票可以使税收延迟账户的好处得到最佳体现。一般说来，资本利得和股利税的延迟给投资者带来的好处要多于应税账户中低资本利得税率带来的好处。

如果投资组合总额超出了税款延迟账户限额，就把高股利股票放在税款延迟账户以最大化延迟税款的数额。低股利股票应该放在应税账户中。避免频繁买卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应税账户中的股票，因为这会带来应税收益，即使您最终并没有卖出股票。不要滥用税款延迟账户来购买那些高股利的房地产投资信托股票(REIT)或者公用事业股票。这将使投资组合失去平衡，并暴露于过大的风险之下。

9. 最后，给自己制定一个严格的原则以使投资组合保持确定的方向，尤其是发现自己容易受情绪影响的时候更是如此。如果发现自己非常担心市场走势，就冷静地坐下来，重新读一读本书的前两章。另一方面，记住千万不要把自己后 5 年所需的钱冒险投入到股市中去。

投资者情绪的波动几乎总是超过股票长期收益影响因素的波动。所有人都比较乐观的时候容易诱使人买入，而在所有人都比较悲观的时候容易诱使人卖出。置身市场气氛之外非常之难，大多数频繁交易、紧盯市场的投资者通常只能获得非常少的收益。19 章讲到行为金融学可以帮助投资者理解和避免普遍存在的心里陷阱，心里陷阱往往导致较差的市场业绩。

提高收益的策略

下述提高收益的策略对于实现较高的长期收益率并不是必要的。正如本书所讲，采用购买并持有策略，坚持持有某多样化、低成本的共同基金或者 ETF，完全可以获得比较高的收益。但是，如果您比较喜欢探索，跑赢市场可以让您非常兴奋的话，不妨读一下以下策略，这些策略以前曾创造了超额收益。

1. 有证据表明，逆向投资策略，也就是在大多数投资者悲观的时候，买入股票，而在大多数投资者乐观的时候，卖出股票，可以提高长期收益率。

19 章讲到投资者情绪可能是股票价格未来走向的一个重要的预测指标。长期以来，当市场处于高峰的时候，投资者最乐观，而在市场到达低谷的时候，投资者最悲观。关注投资者情报局等公司发布的有关市场乐观和悲观状况的市场情绪指标，可以提高股票收益率，尤其是 9~12 个月的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用逆向投资策略选择个股，比如购买那些“失宠”公司(股价相对于其基本面因素而言有所下降)股票，有时可以获得超额收益。道 10 策略——购买道·琼斯工业指数中 10 支股息率最高的股票——的长期收益很长时间内超过了市场平均水平。由于道·琼斯工业指数中的大多数公司都是其相应行业中的佼佼者，所以投资于这 10 支“失宠”股票可以说是逆向投资策略一个很好的例子。

2. 过去 50 年以来，美联储放松银根、短期利率下降时投资收益要比紧缩银根、利率上升时投资收益高很多。

利率和股利是影响股票价格的两个最重要的因素。11 章讲到在美联储紧缩银根时投资股票获得的收益要比放松银根时低很多。

当然，这一策略并不是在任何时期都适用。由于越来越多的投资者开始关注美联储行为，这一策略在 20 世纪 90 年代以后的效果并不好。任何一个策略如果被广泛认可并使用就会失去从前的效果。但是在经济受到通货膨胀威胁的时候，美联储行为对市场就会尤为重要。

3. 有充分证据表明日历异常长期存在。有一些技术分析方法可以降低交易风险并提高收益率。

紧密跟随市场的投资者可以考虑采纳 17 章提出的建议，采用某些顺势而为策略，降低股票风险。投资者还应注意 18 章提到的一些收益率的固定日历模式。日历异常主要指一月份小盘股可以获得超额收益，以及每个月末和下个月初股票收益较高。

研究发现，200 日移动平均线是盯市的一个好工具。虽然该策略的总体收益率并不如购买并持有策略那么高，但有证据表明风险的确降低了。该策略在强势市场的效果尤其好，如果是在纳斯达克股市，按照纳斯达克综合指数，该策略就会让投资者享受技术股上升浪潮带来的收益，而避免随后出现的大多数熊市。

4. 所有这些收益提高策略都应该利用税款延迟账户，并使用免佣金的共同基金和 ETF，想要最大化杠杆率的投资者可以使用指数期货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益提高策略要求投资者频繁买入卖出股票，这就会增加交易成本、共同基金的前置费用以及税款。针对这一情况，采用这些策略的投资者最好购买不限制交易次数的免佣金共同基金。ETF 和股指期货可以以较低的成本获得基准指数头寸，15 章对此有所论述。

再一次提醒读者：无论何种策略，如果使用它的投资者变得非常多，就会引起股价变化，从而导致策略失效。有证据表明一月效应和其他一些日历异常随着时间延伸，效果变得越来越弱。

执行计划和投资咨询师的角色

我写这本书的目的是为了说明对股票和固定收益资产究竟持多大的期望收益才是合理的，书中还分析了影响这些资产收益的主要因素。很多投资者可能会把本书当作选股以及构建投资组合的 DIY 指南。一些投资者可能的确会这么做。但是，理论上知道什么是正确的投资方式并不等于实际中就能够执行正确的投资策略。正如彼得·伯恩斯坦在本书序中所说的那样，在通向成功投资的道路上有很多陷阱，会妨碍投资者获得他们期望的目标。

第一个陷阱就是没有进行多样化投资。很多投资者一旦知道总有些个股的价格会在接下来的 12 个月中上涨到目前的 2~3 倍，就再也无法满足于平均每年 10% 的股票收益了。能发掘到这样的珠宝的确是件令人兴奋的事，很多人梦想着能够买到下一个企业巨头的股票。

正如第 8 章所述，有充分的证据表明大多数小型成长型股的风险极高而长期收益很低。从对赛马和赌博的研究中发现，人们存在一种冒大风险、投大赌注、赢大钱的倾向，而忽略了那种收益一般但更安全的赌注。这种倾向致使许多投资者承担了很大的风险却获得比充分多样化投资组合低很多的收益。

个股选择失败的投资者往往会求助于共同基金以寻求更高的收益。但是选择共同基金同样会遇到障碍。过去业绩非常出众的热门资金经理为了跑赢市场同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会选择热门股票。这样一来，很多购买共同基金的投资者最终得到的结果与投资个股是一样的。

因此，有些投资者放弃选择最优共同基金，而诉诸于更复杂的方式来获得高收益。他们试图通过根据市场走势判断周期变化来跑赢市场。研究中发现，那些消息最灵通的投资者最容易陷入这个陷阱。由于周围充斥者金融新闻、信息和评论，要想避开市场观点的影响非常困难。因此，人的本能使很多投资者在市场低迷时产生恐惧，而在市场攀时变得贪婪。

很多人试图抵制这种内心冲动。明智的人可能会说："坚持到底！"，但是当听见周围很多人——包括倍受尊敬的"专家"——都在建议投资者尽快退出市场的时候，要"坚持到底"的确很难做到。正如约翰•梅纳德•凯恩斯 60 年前在《通论》中说的那样："世俗的观点认为：正常地失去声望比不正常地获得声望要明智。"[5] 与众人背道而驰非常困难，因为与众人一起失败要比独自失败容易得多。

导致投资策略收益比较低的原因有很多，可能是因为没有多样化、追求热门股票或者试图判断进出股市的最佳时机，无论何种原因，都根源于投资者的同一个信念，那就是：跑赢市场是获得高收益的必要条件。"真理和谬误可能只差一小步"。本书的主要观点就是，从长期来看，充分多样化的普通股组合不仅通货膨胀后收益率超过固定资产，而且风险也比它们低。拥有哪支股票相对而言并不重要，关键在于是否拥有股票，尤其是当您保持了一个平衡的投资组合的时候。从长期来看，股票收益和债券收益的历史差距要远远超过各种多样化的纯股票投资组合收益的差距。[6]

所有这些对本书的读者究竟意味着什么？选择适当的投资策略不仅是一个智力上的挑战，也是一个心里上的挑战。与生活中的其他挑战一样，求助专业人士

---

5 Key nes(1965), P.158.

6 该观点首次见诸于 Gary P. Brinson，L. Randolph Hood 和 Gilbert L. Beebower "投资组合业绩的决定因素"《金融分析师》杂志(1986 年 7~8 月)：第 39~44 页；后来威廉•F•夏普在下文中进一步扩展了该观点："资产分配：管理风格和业绩衡量"《投资组合管理》第 18(2)期(1992 年冬季)：第 7~19 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来构建和保持一个多样化的投资组合是一般投资者的最佳选择。如果您决定要寻求帮助，一定要找一个专业的投资顾问，他(她)应该同意我在本章中提到的长期投资和多样化的基本原则。所有投资者都应该能够避免心里陷阱并从股票中获得满意的收益。

结论

股票市场令人兴奋。它每天的变化情况都是金融新闻的主要内容，它的变化还可以导致数亿投资资本的流动。但股市绝不仅仅是资本主义的典型标志，也绝不仅仅是投资者在未来经济中获得投机机会的一种方式。它是世界资本分配的驱动力，也是经济增长和技术革新的重要推动力。股票市场在全球的不断快速发展已经证明，股票是让世界各地的人民富裕起来的关键因素之一。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股史风云话投资——风起云涌时，看我独自清

Stocks for The Long Run : The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment

F831.51
X04

这是有史以来最好的十大投资著作之一。

——华盛顿邮报

这应该是任何投资者或专业人士的案头精品投资指南。

——巴伦氏周刊

没话说，确实是一部投资大作！

——福布斯

最著名的投资大师之一 Jeremy J. Siegel 纵览股史200年风云，立足全球经济一体化的社会大背景又一次对自己的经典著作进行全面改版。他从历史的角度介绍了适应当前股市投资所需的策略、工具和技术。

ISBN 7-302-08574-9



定价：49.00 元

McGraw-Hill
全球智慧中文化

http://www.mheducation.com